

University of Groningen

Consumentenbescherming door informatie? Een analyse van 30 jaar beleid voor korte precontractuele informatiedocumenten over complexe financiële producten in Europa, Engeland, Nederland en Duitsland

de Jager, Catharina Elizabeth

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version

Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:

2018

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):

de Jager, C. E. (2018). *Consumentenbescherming door informatie? Een analyse van 30 jaar beleid voor korte precontractuele informatiedocumenten over complexe financiële producten in Europa, Engeland, Nederland en Duitsland*. [, Rijksuniversiteit Groningen]. Rijksuniversiteit Groningen.

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

Consumentenbescherming door informatie?

Van dit proefschrift is een handelseditie verschenen bij Boom juridisch te Den Haag onder ISBN 97-894-6290-547-4

Omslagontwerp: Romijn design
Opmaak binnenwerk: Textcetera, Den Haag



**rijksuniversiteit
 groningen**

CONSUMENTENBESCHERMING DOOR INFORMATIE?

*Een analyse van 30 jaar beleid voor korte precontractuele
informatiedocumenten over complexe financiële producten in Europa,
Engeland, Nederland en Duitsland*

Proefschrift

ter verkrijging van de graad van doctor aan de
Rijksuniversiteit Groningen
op gezag van de
rector magnificus prof. dr. E. Sterken
en volgens besluit van het College voor Promoties.

De openbare verdediging zal plaatsvinden op
donderdag 20 september 2018 om 14.30 uur

door

CATHARINA ELIZABETH DE JAGER

geboren op 30 mei 1989
te Dalfsen

Promotoren

Prof. mr. dr. A.J. Verheij

Prof. mr. dr. W.H. van Boom

Copromotor

Dr. A. Sarampalis

Beoordelingscommissie

Prof. mr. dr. V. Mak

Prof. mr. dr. C.M.D.S. Pavillon

Prof. mr. dr. H.B. Winter

INHOUD

Afkortingen	13
1 Inleiding	15
1.1 Inleiding van het onderwerp en aanleiding tot het onderzoek	15
1.2 Vraagstelling en verantwoording	16
1.3 Doelstelling	19
1.4 Methode	20
1.4.1 Juridisch-dogmatisch en rechtsvergelijkend onderzoek	20
1.4.2 Empirische rechtswetenschap: meta-evaluatie van evaluatieonderzoek en inzichten uit niet-juridische disciplines	23
1.5 Reikwijdte en beperkingen	25
1.5.1 Aansluiting gezocht bij de PRIIPs-Verordening en andere beperkingen	25
1.5.2 Volgorde van de landen en evaluatierapporten	27
1.5.3 Deel en hoofdstuk gebaseerd op landenrapporten en uitvoerige analyse	27
1.6 Terminologie	28
1.6.1 Documenten en financiële producten	28
1.6.2 Begrijpen, vergelijken en het nemen van een goede beslissing	30
1.6.3 Wetgever en regelgever	30
1.6.4 Overige terminologie	31
1.7 Opbouw	31
DEEL I DE BELEIDSTHEORIEËN VAN INFORMATIEDOCUMENTEN IN EUROPA, ENGELAND, NEDERLAND EN DUITSLAND	35
2 Europa	37
2.1 Inleiding	37
2.2 Beleidstheorieën in de loop van de jaren in context	38
2.2.1 Het Prospectus (1985)	38
2.2.2 Het Vereenvoudigd Prospectus (2004)	40
2.2.3 De Aanbeveling (2004)	43

2.2.4	Het Key Investor Information Document (2009 en 2010)	45
2.2.5	Het Key Information Document (2018)	49
2.3	Schematische samenvatting van beleidstheorie per document en toelichting	53
2.3.1	Schema beleidstheorieën Europa	53
2.3.2	Toelichting per beleidsaspect	57
2.3.2.1	Aanleidingen	57
2.3.2.2	Doelen	58
2.3.2.3	Regelgeving	59
2.3.2.4	Belegger	61
2.3.2.5	Evaluatieonderzoek	62
2.3.2.6	Harmonisatie	63
2.4	Conclusie	63
3	Engeland	67
3.1	Inleiding	67
3.2	Beleidsstheorieën in de loop van de jaren in context	68
3.2.1	De introductie van een informatiedocument (1994)	68
3.2.2	Een periode van onderzoek en consultatie (2000-2007)	70
3.2.3	Nieuwe regels voor het document (2007)	72
3.2.4	Latere ontwikkelingen waaronder de introductie van de PRIIPs-Verordening	76
3.3	Schematische samenvatting van beleidstheorie per document en toelichting	77
3.3.1	Schema beleidstheorieën Engeland	77
3.3.2	Toelichting per beleidsaspect	78
3.3.2.1	Aanleidingen	78
3.3.2.2	Doelen	79
3.3.2.3	Regelgeving	79
3.3.2.4	Belegger	81
3.3.2.5	Evaluatieonderzoek	81
3.3.2.6	Harmonisatie	82
3.4	Conclusie	82
4	Nederland	87
4.1	Inleiding	87
4.2	Beleidsstheorieën in de loop van de jaren in context	87
4.2.1	Introductie van de Financiële Bijsluiter (2001)	87
4.2.2	Aanpassing van de Financiële Bijsluiter (2006)	92
4.2.3	Latere wijzigingen waaronder vervanging van de Financiële Bijsluiter door het Key Information Document	96

4.3	Schematische samenvatting van beleidstheorie per document en toelichting	99
4.3.1	Schema beleidstheorieën Nederland	99
4.3.2	Toelichting per beleidsaspect	102
4.3.2.1	Aanleidingen	102
4.3.2.2	Doelen	102
4.3.2.3	Regelgeving	103
4.3.2.4	Belegger	104
4.3.2.5	Evaluatieonderzoek	104
4.3.2.6	Harmonisatie	105
4.4	Conclusie	105
5	Duitsland	109
5.1	Inleiding	109
5.2	Beleidsstheorieën in de loop van de jaren in context	110
5.2.1	Informatiedocument voor verzekeringen (2007)	110
5.2.2	Informatiedocument voor financiële instrumenten (2011)	114
5.2.3	Informatiedocument voor icbe's (2011)	120
5.2.4	Informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesteringen (2012)	121
5.2.5	Informatiedocument voor private pensioenproducten (2013)	123
5.3	Schematische samenvatting van beleidstheorie per document en toelichting	126
5.3.1	Informatiedocument voor verzekeringen	126
5.3.1.1	Schema beleidstheorieën Duitse informatiedocument voor verzekeringen	126
5.3.1.2	Toelichting per beleidsaspect	128
5.3.1.2.1	Aanleidingen	128
5.3.1.2.2	Doelen	128
5.3.1.2.3	Regelgeving	129
5.3.1.2.4	Belegger	129
5.3.1.2.5	Evaluatieonderzoek	129
5.3.1.2.6	Harmonisering	129
5.3.2	Informatiedocument voor financiële instrumenten	130
5.3.2.1	Schema beleidstheorieën Duitse informatiedocument voor financiële instrumenten	130
5.3.2.2	Toelichting per beleidsaspect	132
5.3.2.2.1	Aanleidingen	132
5.3.2.2.2	Doelen	132
5.3.2.2.3	Regelgeving	133
5.3.2.2.4	Belegger	133
5.3.2.2.5	Evaluatieonderzoek	133

	5.3.2.2.6 Harmonisering	134
5.3.3	Informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesteringen	134
5.3.3.1	Schema beleidstheorie Duitse informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesteringen	134
5.3.3.2	Toelichting per beleidsaspect	135
	5.3.3.2.1 Aanleidingen	135
	5.3.3.2.2 Doelen	135
	5.3.3.2.3 Regelgeving	135
	5.3.3.2.4 Belegger	135
	5.3.3.2.5 Evaluatieonderzoek	136
	5.3.3.2.6 Harmonisering	136
5.3.4	Informatiedocument voor private pensioenproducten	136
5.3.4.1	Schema beleidstheorie Duitse informatiedocument voor particuliere pensioenen	136
5.3.4.2	Toelichting per beleidsaspect	137
	5.3.4.2.1 Aanleidingen	137
	5.3.4.2.2 Doelen	137
	5.3.4.2.3 Regelgeving	138
	5.3.4.2.4 Belegger	138
	5.3.4.2.5 Evaluatieonderzoek	138
	5.3.4.2.6 Harmonisering	138
5.4	Conclusie	139
6	Vergelijkende analyse	147
6.1	Inleiding	147
6.2	Aanleidingen	147
6.2.1	Vaak economische aanleidingen	147
6.2.2	Padafhankelijkheid	148
6.2.3	Niets nieuws onder de zon	149
6.3	Doelen	150
6.3.1	Begrijpen en vergelijken	150
6.3.2	Informatiedocument is vaak een instrumenteel doel	151
6.3.3	Heeft de wetgever de doelen goed voor ogen?	152
6.3.4	Meer inzicht in de beleidstheorie	154
6.4	Aard regelgeving	154
6.4.1	Meer standaardisatie, meer voorschriften, minder open normen	154
6.4.2	Van aandacht voor inhoud naar meer aandacht voor vormgeving	156
6.4.3	Overwegend bindende voorschriften: vrijheid voor de financiële sector lijkt niet het gewenste effect te hebben	157
6.4.4	Doelen steeds anders uitgewerkt in regelgeving	159
6.5	Belegger	160

6.5.1	Onduidelijkheid over de doelgroep van het document	160
6.5.2	Trend van rationele belegger naar belegger die irrationeel gedrag kan vertonen	161
6.5.3	Aansluiting zoeken bij de behoeften van beleggers	162
6.6	Evaluatieonderzoek	163
6.7	Harmonisering	165
6.8	Conclusie	167
DEEL II	DE EFFECTIVITEIT VAN INFORMATIEDOCUMENTEN	173
7	Informatiedocumenten in de praktijk: een meta-analyse en meta-evaluatie	175
7.1	Inleiding	175
7.2	Resultaten van de evaluatieonderzoeken	177
7.2.1	Hoe wordt tegen het document aangekeken?	178
7.2.1.1	Waardering voor het document en de doelstellingen	178
7.2.1.2	Aard van het document	180
7.2.1.3	Kortom	180
7.2.2	Gebruik van het document	180
7.2.2.1	Lezen consumenten het document?	180
7.2.2.2	Draagt het document bij aan het inzichtelijk maken van financiële producten?	183
7.2.2.3	Draagt het document bij aan het vergelijken van financiële producten?	185
7.2.2.4	Kortom	187
7.2.3	Inhoud en vormgeving van het document	188
7.2.3.1	Onderdelen die consumenten relevant vinden	188
7.2.3.2	Presentatie van informatie	190
7.2.3.3	Aard van de informatie: algemene of persoonlijke informatie	192
7.2.3.4	Kortom	193
7.2.4	Aanbevelingen voor evaluatieonderzoek	193
7.3	De methodologische kwaliteit van de evaluatieonderzoeken	194
7.3.1	Beoordelingscriteria	195
7.3.1.1	Aard van de evaluatie	195
7.3.1.2	Methodologische kwaliteit	196
7.3.2	Overzicht beoordelingscriteria	199
7.3.3	Beoordeling van de evaluatieonderzoeken	200
7.3.3.1	Aard van de evaluaties	200
7.3.3.2	Methodologische kwaliteit	201
7.3.3.2.1	Validiteit	201
7.3.3.2.2	Interne validiteit	203

7.3.3.2.3	Betrouwbaarheid	204
7.3.4	Overzicht methodologische kwaliteit evaluatieonderzoeken	206
7.3.5	Aanbevelingen voor evaluatieonderzoeken in de toekomst	207
7.4	Samenvatting	211
8	De beleidstheorieën van informatiedocumenten in het licht van andere disciplines	217
8.1	Inleiding	217
8.2	De persoon van de belegger	220
8.2.1	Segmentatie op basis van beslisstijlen	221
8.2.2	Persoonlijke verschillen: de Big Five	224
8.2.2.1	Extraversie	225
8.2.2.2	Emotionele stabiliteit	225
8.2.2.3	Meegaandheid	226
8.2.2.4	Consciëntieusheid	227
8.2.2.5	Openstaan voor ervaringen	227
8.3	Het gaan lezen van informatie: motivatie	228
8.4	Lezen van informatie: financiële geletterdheid en financiële genummerdheid	230
8.5	Beslisstrategieën	235
8.5.1	Het normatieve model: de belegger als Homo Economicus	235
8.5.2	De Homo Sapiens: heuristieken en biases	237
8.5.2.1	Hoeveelheid informatie en hoeveelheid keuzes	239
8.5.2.2	Presentatie en formulering van informatie	244
8.5.2.3	Zelfoverschatting en het zoeken van bevestiging	246
8.5.2.4	Voorkeur voor het bekende	248
8.5.2.5	Startwaarde beïnvloedt beoordeling	249
8.5.2.6	Beeldvorming en het inschatten van een gebeurtenis op basis van beschikbaarheid in geheugen	250
8.5.2.7	Negeren van de base rate	251
8.6	Conclusie	252
8.6.1	De belegger	252
8.6.1.1	De gemiddelde belegger bestaat niet	252
8.6.1.2	Segmentering als handvat voor wetgevers	253
8.6.1.3	Een goed beeld van de doelgroep van het document	253
8.6.2	De motivatie van beleggers	254
8.6.3	Financiële geletterdheid en genummerdheid	254
8.6.4	Beslisstrategieën	255
8.6.4.1	Beslisstrategieën van beleggers relevant voor wetgever	255
8.6.4.2	Belegger wordt overspoeld door informatie	256
8.6.4.3	Teveel keuzes	257

8.6.4.4	Het verschillend presenteren van dezelfde informatie kan leiden tot verschillen	257
8.6.4.5	Zelfoverschatting en het zoeken van bevestiging	258
8.6.4.6	Voorkeur voor het bekende	259
8.6.4.7	Invloed van een startwaarde	260
8.6.4.8	De vertekenende invloed van de availability heuristic	260
8.6.4.9	Negeren van de base rate	261
DEEL III	SLOTBESCHOUWING	263
9	Conclusie, discussie en vooruitzicht	265
9.1	Inleiding	265
9.2	De beleidstheorieën van informatiedocumenten	266
9.2.1	De vicieuze beleidscirkel	266
9.2.2	De doelen dienen weldoordacht te zijn	267
9.2.3	Trends in regelgeving	268
9.2.3.1	Trend naar standaardisering	268
9.2.3.2	Meer aandacht voor de vormgeving van het document	268
9.2.3.3	Bindende voorschriften	268
9.2.3.4	Dezelfde doelen maar verschillende regelgeving	269
9.2.4	Een juist beeld van de belegger van belang voor beleid	269
9.2.4.1	De wetgever heeft veelal geen duidelijk of een onjuist beeld van de belegger	269
9.2.4.2	De wetgever heeft onvoldoende oog voor de verschillen tussen beleggers	270
9.2.4.3	Het veranderde beeld van de belegger vergt een heroverweging van informatiedocumenten als beleidsmaatregel	270
9.2.5	Evaluatieonderzoek van matige tot slechte kwaliteit speelde rol bij beleidsbeslissingen	271
9.2.6	Harmonisering: samenwerking tussen rechtsstelsels gewenst	271
9.3	Evaluatieonderzoek: tegenvallende resultaten en gebrekkig onderzoek	272
9.3.1	Informatiedocumenten functioneren in de praktijk vaak niet goed	272
9.3.2	De methodologische kwaliteit van evaluatieonderzoeken is over het algemeen matig tot slecht	272
9.4	Inzichten uit de psychologie tonen de beperkingen van informatiedocumenten aan	273
9.5	Waar moet het heen met informatiedocumenten?	274

9.5.1	Geen pleidooi voor afschaffing: de toegevoegde waarde van informatiedocumenten	275
9.5.2	Niet langer doorgaan op de ingeslagen weg: verkenning alternatieven noodzakelijk voor beleggersbescherming	276
9.5.2.1	Blijven doordraaien in de vicieuze beleidscirkel blijkt al meer dan dertig jaar niet succesvol	276
9.5.2.2	Het veranderde beeld van de belegger past niet bij deze beleidsmaatregel	277
9.5.2.3	Factoren waarop de wetgever geen directe invloed kan uitoefenen	277
9.5.3	Geen beleidshomeopathie maar daadwerkelijke beleggersbescherming	279
	Samenvatting	281
	Summary	291
	Literatuurlijst	299
	Trefwoordenregister	317
	Over de auteur	323

AFKORTINGEN

AFM	Autoriteit Financiële Markten
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BFD	Besluit Financiële Dienstverlening
BGFO	Besluit Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen
CESR	Committee of European Securities Regulators
COBS	Conduct of Business Sourcebook
COB	Conduct of Business
COLL	Collective Investment Schemes
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europese Unie
FCA	Financial Conduct Authority
FSA	Financial Services Authority
icbe's	Instellingen in collectieve beleggingen
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KFD	Key Features Document
KFI	Key Features Illustration
KID	Key Information Document
KIID	Key Investor Information Document
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MSMS	Maryland Scientific Methods Scale
NIPO	Nederlands Instituut voor de Publieke Opinie
NRFB	Nadere Regeling Financiële Bijsluiter
NRFD	Nadere Regeling Financiële Dienstverlening
NRGFO	Nadere Regeling Gedragstoezicht financiële Ondernemingen
PIA	Personal Investment Authority
PRIIPs	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products
RFT	Raad van Financiële Toezichthouders
Stb.	Staatsblad
TCF Principle	Treating customer fairly principle
UCITs	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities

VVG-InfoV	Verordnung über Informationspflichten bei Versicherungsverträgen
VVG	Versicherungsvertragsgesetz
Wft	Wet op het financieel toezicht
WpDVerOV	Wertpapierdienstleistungs-, Verhaltens- und Organisationsverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

1.1 INLEIDING VAN HET ONDERWERP EN AANLEIDING TOT HET ONDERZOEK

In 2011 concludeert de Europese Commissie dat ongeveer zestig procent van de verkochte complexe financiële producten in de Europese Unie ongeschikt was voor consumenten.¹ De Nederlandse Woekerpolis en Effectenlease schandalen en de Duitse affaire met certificaten van Lehmann zijn daar drie bekende voorbeelden van.² Om dergelijke praktijken in de toekomst te voorkomen en vertrouwen van consumenten in de financiële markten te herstellen, zijn er door de Europese wetgever diverse informatieplichten aan financiële instellingen opgelegd.³ Een voorbeeld daarvan en de aanleiding tot dit onderzoek is de introductie van het *Key Information Document* (het KID), in het Nederlands: het Essentiële-informatiedocument.⁴ Dit document moet informatie verschaffen over de belangrijkste kenmerken van een financieel product en beschikbaar zijn of aan de consument verstrekt worden voordat deze een beleggingsbeslissing neemt.⁵ Het is een kort document dat moet worden opgesteld voor zogeheten *Packaged Retail and Insurance-based Investment Products* (PRIIPs). Dit zijn verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (zie voor een definitie van belangrijke

1. European Commission 3 juli 2012, p. 22 en Synovate 2011.

2. De Nederlandse producten stelden consumenten in staat om met geleend geld te beleggen in effecten (Effectenlease) of levensverzekeringen (Woekerpolis). Zie over de Effectenlease bijvoorbeeld Hoge Raad 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815. Over het verkopen van ongeschikte financiële producten aan consumenten in de EU: Ferran 2012, p. 249 en Moloney 2012, p. 176. In Duitsland dachten beleggers met certificaten van Lehmann (*Lehmann Zertifikate*) een veilige belegging te hebben gedaan maar hadden ze in plaats daarvan risicovolle producten gekocht waarvan de opbrengst afhankelijk was van aandelenindexen. Zie hierover Cherednychenko 2014, p. 192-193 en meer specifiek over de gerechtelijke uitspraken daarover Hofmann 2011. In Engeland hebben zich al jaren eerder soortgelijke affaires voorgedaan. Deze werden echter aanzienlijk minder vaak gerechtelijk opgelost omdat er onder andere een grotere rol was weggelegd voor de *Financial Ombudsman Service*, zie bijvoorbeeld Moloney 2010, p. 447, voetnoot 96.

3. Moloney 2010, p. 53. Over informatieplichten meer in het algemeen en literatuurverwijzingen bijvoorbeeld Tigelaar 2017, p. 15.

4. Verordening (EU) Nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIPs) (*PbEU* L 352/1), hierna: Verordening 1286/2014.

5. Zie onder andere art. 5 lid 1 en art. 13 lid 1 Verordening 1286/2014.

begrippen paragraaf 1.6).⁶ De wetgever wil met dit nieuwe document bereiken dat consumenten beter geïnformeerd worden over financiële producten en beter in staat zijn om financiële producten met elkaar te vergelijken. De vraag is echter: zijn consumenten gebaat bij een dergelijk informatiedocument?

1.2 VRAAGSTELLING EN VERANTWOORDING

In dit boek staat de volgende vraag centraal: hoe hebben de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan korte precontractuele informatiedocumenten over complexe financiële producten voor consumenten zich in de loop van de jaren op Europees niveau en in Engeland, Nederland en Duitsland ontwikkeld en in hoeverre zijn deze documenten geschikt om de beleidsdoelen te bereiken, namelijk het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van deze producten voor consumenten?

In de loop van de jaren is er veel geschreven over informatieplichten en de rol die deze kunnen vervullen bij het beschermen van beleggers.⁷ De wijze waarop mensen informatie verwerken en beslissingen nemen blijkt niet zo rationeel te zijn als jarenlang, onder meer door de wetgever, werd verondersteld (zie over het verschil tussen rationeel en irrationeel paragraaf 8.5.1 en 8.5.2).⁸ De effectiviteit van informatieplichten is in dat verband diverse keren bekritiseerd.⁹ In dit licht roept de introductie van het Europese Key Information Document in 2018 de vraag op wat de wetgever met een dergelijk document beoogt en in hoeverre dit realistisch is.

Met wetten krijgt beleid juridisch vorm.¹⁰ Om inzicht te krijgen in de vraag of een informatiedocument over complexe financiële producten een geschikt middel is om consumenten te beschermen, dient allereerst het beleid geanalyseerd te worden. Door het reconstrueren van de zogeheten ‘beleidstheorie’ kan een onderzoeker mogelijke knelpunten in de werking van wetten voor invoering (ex ante) beter duiden en achteraf (ex post) beter interpreteren.¹¹ In de literatuur zijn verschillende definities te vinden van het begrip ‘beleidstheorie’. Zo wordt er volgens Klein Haarhuis en Niemeijer met de term bedoeld op ‘de onderbouwing van de beleidsmaker van *hoe*, langs welke processen of stappen, een wet zou moeten leiden tot de realisatie van beoogde doelstellingen en onder welke condities dit aannemelijk is.’¹² Een veel gehanteerde definitie van de beleidstheorie wordt gegeven door Hoogerwerf, namelijk: het geheel aan veronderstellingen van een actor dat aan het

6. Art. 4 Verordening 1286/2014.

7. Zie hierover onder andere Chater, Huck & Inderst 2010, Moloney 2010 en Schaken Willemaers 2011.

8. Duivenvoorde 2010, Durand, Newby & Sanghani 2008, Horsten 2007, Kahneman 2011, Mak & Braspenning 2012, Moloney 2012 en Tversky & Kahneman 1974.

9. Bijvoorbeeld door Ben-Shahar & Schneider 2014.

10. Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 23.

11. Leeuw 2003.

12. Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 32.

beleid ten grondslag ligt.¹³ Hoogerwerf onderscheidt drie argumenten die behulpzaam kunnen zijn bij de analyse van de beleidstheorie, namelijk normatieve¹⁴, causale¹⁵ en finale argumenten.¹⁶ Gezien de gegeven definities van beleidstheorie wordt hiermee dus bedoeld: alles wat volgens de beleidsmaker ten grondslag ligt aan zijn beleid.¹⁷

Er wordt in de literatuur regelmatig geschreven over informatiedocumenten.¹⁸ Ook is er veelvuldig onderzoek gedaan naar regulering en reguleringstheorieën.¹⁹ Nelen is een van de eersten die in zijn dissertatie de beleidstheorie van een Nederlandse wet heeft gereconstrueerd.²⁰ Hij concludeert dat een belangrijke oorzaak van het niet-bereiken van de doelstelling van wetgeving de gebrekkige onderbouwing, eigenlijk een niet-adequate beleidstheorie, is.²¹ Echter, de beleidstheorieën van korte precontractuele informatiedocumenten voor complexe financiële producten zijn vooralsnog niet in kaart gebracht. Bovendien staat het Key Information Document niet op zichzelf. Voor de introductie van dit document bestonden er zowel op Europees als op nationaal niveau (zoals in Engeland, Nederland en Duitsland) vergelijkbare informatiedocumenten. Om te achterhalen hoe dergelijke informatiedocumenten zich in de loop van de tijd ontwikkeld hebben en om te begrijpen waarom de wetgever gebruik maakt van deze beleidsmaatregel is het relevant om te bezien wat het beleid voor deze documenten in de loop van de jaren was en wat de overeenkomsten en verschillen tussen de verschillende rechtsstelsels in enkele Europese landen en op Europees niveau zijn. Dit onderzoek beoogt daaraan een bijdrage te leveren om het huidige beleid voor informatiedocumenten en daarmee informatiedocumenten als beleidsmaatregel beter te begrijpen.

Een hulpmiddel voor het analyseren van de beleidstheorie is de handleiding van het Wetenschappelijk Onderzoeks- en Documentatiecentrum van het toenma-

-
13. Hoogerwerf 2014, p. 72. Vergelijkbare definities worden gehanteerd door Van de Graaf & Hoppe 1996, p. 70, Van Braam 1986, p. 37 en Nelen 2000, p. 35.
 14. Normatieve argumenten betreffen de normen of de norm die de wetgever met een wet wil bereiken. Vaak is dit het doel van de wet. Hieruit wordt duidelijk waarom de wetgever een situatie als onwenselijk beschouwt.
 15. De algemene veronderstellingen van de wetgever over de relatie tussen oorzaak en gevolgen op het desbetreffende beleidsterrein.
 16. Hoogerwerf 2014, p. 19. In de finale argumenten komt de inhoud van de normatieve en causale argumenten samen. Het heeft namelijk betrekking op de relatie tussen doel en middel.
 17. Desalniettemin bestaan er ruime en smalle definities van het begrip 'beleidstheorie' namelijk afhankelijk van de hoeveelheid aspecten die als onderdeel van de beleidstheorie worden gezien. Zie hierover uitgebreider en met illustraties: Van Schoonhoven 1999, p. 133-136.
 18. Veelal wordt in dat geval echter met name de regelgeving beschreven en niet zozeer het achterliggende beleid of wordt het in de context geplaatst van andere maatregelen die de consument kunnen beschermen, zie daarover bijvoorbeeld Schaeken Willemaers 2011; Moloney 2010; Hoff 2003 en Watson & Beenen 2016.
 19. Bijvoorbeeld Winter 1996.
 20. Nelen 2000.
 21. Voor een overzicht van de ontwikkeling van onderzoek naar beleidstheorieën, zie WODC, *Beleids-theorieën*, Justitiële Verkenningen 2004/05, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2004, p. 5-6. Zie eveneens Klein Haarheis & Niemeijer 2008.

lige Ministerie van Justitie.²² Hieruit blijkt dat daarbij de centrale vraag moet zijn of de keuze voor het beleidsinstrument verantwoord is gelet op a) de aard van het onderliggende probleem, b) de stappen via welke de instrumenten tot de beoogde doelen moeten leiden en c) de stand van de kennis over de effectiviteit van vergelijkbare instrumenten en vergelijkbare omstandigheden.²³ Klein Haarhuis en Niemeijer benadrukken tevens de rol van normadressaten, dat wil zeggen: diegene op wie een wet is gericht, zoals consumenten.²⁴ Veronderstellingen spelen bij doelbereiking van een wet eveneens een belangrijke rol.²⁵ Veronderstellingen betreffen de relatie tussen de ingezette middelen van beleid ('interventies') en de doelen van beleid, evenals het gedrag van degenen op wie het beleid gericht is.²⁶ De beleidstheorieën van informatiedocumenten in de diverse rechtssystemen zal daarom aan de hand van de volgende zes aspecten in kaart worden gebracht:²⁷

1. De *aanleidingen* voor de introductie van informatiedocumenten: welke problemen bestonden er?
2. De *doelen* van het informatiedocument: worden met het document bijvoorbeeld economische doelen of beleggersbescherming nagestreefd?²⁸
3. De *aard van de regelgeving*: is het document gestandaardiseerd of is er veel vrijheid voor de opsteller (zoals een financiële instelling) van het document? Bevatten de voorschriften open of gesloten normen? Zijn er veel of weinig voorschriften op het document van toepassing? Zijn de voorschriften juridisch bindend (*hard law*) of niet (*soft law*)?
4. Het *beeld van de belegger*: welk beeld heeft de wetgever van de doelgroep van het document?
5. De rol van *evaluatieonderzoek*: is voor of na introductie of wijziging van de regels met betrekking tot het informatiedocument evaluatieonderzoek verricht naar het functioneren ervan?
6. Het nastreven van *harmonisering*: in hoeverre leidt het nieuwe document tot harmonisatie van het geldende recht in de rechtssystemen (dezelfde voorschrift-

22. WODC 2007, online raadpleegbaar via de volgende link: https://www.kcwj.nl/sites/default/files/conclusie_stap_I_Ex_ante_evaluatie_justitie.pdf

23. Idem, p. 7.

24. Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 73.

25. WODC 2004, p. 5.

26. Idem.

27. Voor een beschrijving aan de hand van deze aspecten wordt in de eerste plaats gekozen omdat hierdoor de beleidstheorieën van de diverse informatiedocumenten op een gestructureerde manier in kaart kan worden gebracht. Deze aspecten vloeien voort uit de handleiding van het WODC (WODC 2007, p. 7) in samenhang met hetgeen in Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 73, Klein Haarhuis & Leeuw 2004 en WODC 2004, p. 5, over het analyseren van de beleidstheorie wordt geschreven.

Bovendien blijken deze zes onderdelen van belang om inzicht te kunnen geven in het beleid van informatiedocumenten.

28. Daarbij moet worden aangetekend dat beide doelen niet strikt van elkaar gescheiden kunnen worden. Zie ook paragraaf 2.4.

ten voor een informatiedocument) of van producten (dezelfde voorschriften voor meerdere financiële producten)?²⁹

Op Europees niveau en in Engeland, Nederland en Duitsland is diverse malen onderzoek gedaan naar het functioneren van korte precontractuele informatiedocumenten in de praktijk.³⁰ De resultaten van deze onderzoeken zijn vooralsnog nooit bij elkaar gebracht en geanalyseerd. Dit is verwonderlijk omdat ze allemaal betrekking hebben op dezelfde beleidsmaatregel die tot doel heeft om vergelijkbare problemen op te lossen.³¹ Deze onderzoeken speelden bovendien diverse keren een rol bij het ontwikkelen van beleid voor korte precontractuele informatiedocumenten. Bovendien is het van belang om de methodologische kwaliteit van deze onderzoeken te beoordelen om vast te kunnen stellen met hoeveel zekerheid er uit de resultaten van deze onderzoeken conclusies kunnen worden getrokken.

Door bestudering van het beleid van precontractuele informatiedocumenten ontstaat er, zoals reeds werd geschreven, inzicht in de doelen die de wetgever daarmee nastreeft. De vraag is vervolgens in hoeverre deze beleidsdoelen in de praktijk haalbaar zijn. Hierover bestaan vier soorten literatuur, namelijk: 1) literatuur over de wijze waarop beleggers omgaan met een kort precontractueel informatiedocument³², 2) literatuur over de wijze waarop beleggers omgaan met financiële informatie³³, 3) onderzoek over onder meer informatieverwerking in financiële situaties³⁴ en 4) meer algemeen onderzoek naar de wijze waarop mensen beslissingen nemen.³⁵ Welke implicaties heeft de literatuur over de wijze waarop beleggers met informatie omgaan en beslissingen nemen voor de effectiviteit van informatiedocumenten in het licht van de beleidsdoelen? Deze vraag is vooralsnog niet aan de hand van de beleidsdoelen van de wetgever bestudeerd.

1.3 DOELSTELLING

Dit onderzoek heeft tot doel om inzicht te verschaffen in het beleid van korte precontractuele informatiedocumenten voor complexe financiële producten op Europees niveau en in Engeland, Nederland en Duitsland. Welke veronderstellingen

29. Onder harmonisering valt dus niet alleen Europese harmonisering.

30. Zie voor verwijzingen het overzicht in paragraaf 7.2.

31. De regelgeving voor de diverse informatiedocumenten is echter wel verschillend al naar gelang het informatiedocument.

32. Zoals de evaluatieonderzoeken. Verder zijn mij slechts twee experimenten bekend over de gevolgen van het verkorten van informatie, namelijk Walther 2015 en Beshears e.a. 2011.

33. Zo heeft de AFM (2004) een segmentatiemodel ontworpen dat behulpzaam kan zijn bij het voorspellen en verklaren van financieel beslisgedrag en de manier waarop beleggers omgaan met informatie.

34. Chater, Huck & Inderst 2010 en Kahneman 2011.

35. Daarover bestaat zeer veel literatuur die in hoofdstuk 8 aan de orde komt en waarvan onder andere Van Raaij (2016) een overzicht geeft.

lagen er aan dit beleid ten grondslag en zijn deze veronderstellingen correct in het licht van evaluatieonderzoek en psychologische literatuur?

De resultaten van het onderzoek zijn met name relevant voor beleidsmakers en beleidsonderzoekers bij het ontwerpen van beleid voor informatiedocumenten. Bovendien werpt het onderzoek licht op de vraag in hoeverre informatiedocumenten daadwerkelijk het gewenste effect kunnen hebben in de praktijk, hetgeen mogelijk leidt tot reflectie over of heroverweging van deze beleidsmaatregel. Tevens worden er aanbevelingen geformuleerd die het uitvoeren van evaluatieonderzoek in de toekomst zou kunnen verbeteren.

Eveneens heeft dit boek een (rechts)wetenschappelijk doel, namelijk door aan de bestaande kennis een overzicht toe te voegen van de manier waarop het beleid ten aanzien van informatiedocumenten voor financiële producten zich in de loop van de tijd heeft ontwikkeld. Daarnaast worden deze beleidsdoelen geanalyseerd in het licht van diverse andere wetenschapsdisciplines, met name de psychologie. Het wijst onder meer richtingen voor vervolgonderzoek die de beleggersbescherming ten goede moeten komen.³⁶

1.4 METHODE

1.4.1 *Juridisch-dogmatisch en rechtsvergelijkend onderzoek*

Om de hoofdvraag te kunnen beantwoorden moet er allereerst inzicht worden verkregen in de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan korte precontractuele informatiedocumenten voor financiële producten. Deel 1 van dit boek bevat derhalve een uitgebreide analyse van Europese en nationale wetgeving, de wetsgeschiedenis, beleidsdocumenten, wetenschappelijke literatuur, leidraden en rapporten van financiële toezichthouders. Er wordt dus gebruik gemaakt van de zogeheten juridisch-dogmatische onderzoeksmethode.³⁷ Het onderzoek is gerelateerd aan bestuurskundig onderzoek omdat de totstandkoming van beleid voor informatiedocumenten wordt bestudeerd evenals de actoren die hierbij betrokken waren.³⁸

Daarnaast wordt de methode van (externe) rechtsvergelijking gehanteerd. Uit de literatuur blijkt dat niet altijd hetzelfde wordt verstaan onder rechtsvergelijking.³⁹ Zo schrijft Pintens: 'Echte rechtsvergelijking veronderstelt [...] de expliciete vergelijking van de aldus opgedane kennis van een bepaald rechtstelsel of een bepaalde rechtsfiguur met op dezelfde wijze vergaarde kennis uit een ander of uit

36. De genoemde doelgroepen zijn overigens niet limitatief. Zo kan het onderzoek ook relevant zijn voor financiële toezichthouders, de financiële sector (onder andere financiële instellingen die dergelijke producten aanbieden, adviseurs en tussenpersonen), de belegger als doelgroep van het document en de rechterlijke macht bij onder meer het bepalen van de mate van verantwoordelijkheid die van een belegger kan worden gevegd.

37. Zie hierover uitgebreid Smits 2009, p. 31 e.v. en Asser/Vranken, *Algemeen deel***** 2014, nr. 8-15.

38. Zie over bestuurskunde en bestuurskundig onderzoek Van Thiel 2013.

39. Zie Tijssen 2009, p. 76.

het eigen rechtstelsel.⁴⁰ Een concretere definitie van rechtsvergelijkend onderzoek wordt gegeven door Danneman:⁴¹

‘Generally speaking, the [comparative] analysis should seek to explain differences and similarities as they arise from the description of the legal systems under consideration, so that whoever has predominantly found similarity, will predominantly have to explain similarity, whereas those who have predominantly found difference, will predominantly have to explain difference.’

In dit onderzoek wordt gebruik gemaakt van functionele rechtsvergelijking.⁴² Bij deze methode van rechtsvergelijking vormt een juridisch of maatschappelijk probleem het uitgangspunt. Er wordt bestudeerd hoe dit probleem in de diverse rechtstelsels wordt gereguleerd. In dit onderzoek staat centraal hoe beleggers in complexe financiële producten door middel van een kort precontractueel informatiedocument in de diverse rechtstelsels worden beschermd. Meer in het bijzonder is er sprake van beleidsvergelijking, namelijk voor zover dit in wet- en regelgeving is neergelegd.

In dit boek worden de Europese, Engelse, Nederlandse en Duitse rechtstelsels met elkaar vergeleken. Er wordt gekozen voor een rechtsvergelijkende methode omdat niet alleen op Europees niveau maar ook in diverse landen door wetgevers al jaren korte precontractuele informatiedocumenten voor financiële producten worden geïntroduceerd. Het is relevant om te bestuderen welke doelen de wetgever hiermee wilde bereiken en of er in de ontwikkeling van deze documenten bepaalde trends zijn te bespeuren. Het is eveneens van belang om te bezien of en op welke punten rechtstelsels afwijken van deze trends. Door de beleidstheorie van de informatiedocumenten aan de hand van zes aspecten te beschrijven (aanleidingen, doelen, aard van de regelgeving, beeld van de belegger, rol van evaluatieonderzoek en nastreven harmonisering), is het mogelijk om verklaringen voor de trends te vinden en om te achterhalen wat de redenen zijn dat rechtstelsels ervan afwijken (zie voor een toelichting op deze zes aspecten paragraaf 1.2).

Vooralsnog zijn de wetgevers bij het ontwerpen van het beleid erg gericht op hun eigen rechtstelsel. Zo werd er bij de introductie van een Duits document niet gekeken naar de regelgeving die er reeds voor dergelijke documenten bestond op Europees niveau en in Nederland en Engeland. Het beschrijven van de regelgeving in de diverse rechtstelsels beoogt daarom eveneens te bevorderen dat beleidsmakers over de grenzen van hun eigen jurisdictie heen kijken zodat er ook geleerd kan worden van de ervaringen die er in andere landen zijn opgedaan.

Er wordt voor de Europese, Engelse, Nederlandse en Duitse rechtstelsels gekozen omdat in al deze rechtstelsels in de loop van de tijd korte precontractuele

40. Pintens 1998, p. 16.

41. Danneman 2006, p. 416.

42. Zweigert & Kötz 1998, p. 32-47.

financiële informatiedocumenten voor consumenten werden geïntroduceerd. Hierdoor zijn de rechtsstelsels vergelijkbaar, een belangrijke voorwaarde voor rechtsvergelijking.⁴³ Daarnaast liggen aan de keuze voor de specifieke rechtsstelsels diverse redenen ten grondslag, waarvan de belangrijkste genoemd zullen worden.

Het *Europese rechtsstelsel* vormt de aanleiding voor het onderzoek. Het meest recente korte precontractuele informatiedocument voor financiële producten is namelijk het Key Information Document. Dit document werd geïntroduceerd met de PRIIPs-Verordening die zijn benaming ontleend aan de producten waarop de Verordening betrekking heeft.⁴⁴ Dat is de voornaamste reden dat de beleidsontwikkeling van dit document en de 'voorgangers' ervan (het Prospectus, het Vereenvoudigd Prospectus en het Key Investor Information Document) worden bestudeerd.

Het *Engelse rechtsstelsel* wordt bij het onderzoek betrokken omdat de regelgeving voor het informatiedocument (het zogeheten *Key Features Document*) een tegengestelde ontwikkeling laat zien. Op Europees niveau en in Nederland en Duitsland is er namelijk sprake van een ontwikkeling naar standaardisatie, waarbij algemene voorschriften worden vervangen door meer concrete voorschriften, open normen worden ingevuld, het aantal voorschriften met betrekking tot het document toeneemt en er steeds meer aandacht komt voor de vormgeving van het document. In Engeland waren de voorschriften voor het Key Features Document in eerste instantie zeer omvangrijk en gedetailleerd. Echter, door de introductie van *principles-based* regels⁴⁵ in 2007 nam het aantal voorschriften af, werden de regels algemener van aard en bevatten ze meer open normen. In de tweede plaats heeft de Engelse toezichthouder veel onderzoek verricht naar het functioneren van het Key Features Document en werden er onder meer diverse varianten getest. Dit is met name relevant in het licht van hoofdstuk 7 van dit boek waarin de resultaten van dergelijke onderzoeken centraal staan.

Ook de ontwikkeling van de Financiële Bijsluiter in *Nederland* wordt bestudeerd. Kenmerkend voor het Nederlandse document is dat het vanaf de introductie in hoge mate gestandaardiseerd was en, in tegenstelling tot Engeland, steeds meer gestandaardiseerd werd. Nederland is vooralsnog bovendien het enige land waar de Financiële Bijsluiter ten gevolge van de inwerkingtreding van de PRIIPs-Verordening is vervangen door het Key Information Document.⁴⁶ Dat de Financiële Bijsluiter niet meer bestaat, maakt de beschrijving ervan overigens geenszins

43. Vergelijkbaarheid is een belangrijke voorwaarde voor het doen van rechtsvergelijkend onderzoek, zie bijvoorbeeld Asser/Vranken Algemeen deel**** 2014, nr. 147.

44. Verordening 1286/2014.

45. Dit houdt in dat de algemene voorschriften in de wet door financiële instellingen ingevuld moeten worden in het licht van het achterliggende doel, zie hierover onder andere FSA december 2008, p. 2 en FSA april 2007, p. 4.

46. In andere landen werd ervoor gekozen dat de nationale documenten blijven bestaan maar dat voor producten die onder de PRIIPs-definitie vallen niet meer het nationale document maar het Key Information Document opgesteld moet worden.

minder relevant aangezien het Key Information Document gezien kan worden als ‘de opvolger’ van de Financiële Bijsluiter.

Het Duitse rechtssysteem is met name om de volgende twee redenen relevant voor dit onderzoek. Allereerst onderscheidt Duitsland zich van de andere landen en Europa doordat het een relatief groot aantal korte precontractuele informatiedocumenten voor verschillende soorten financiële producten kent (namelijk maar liefst zes verschillende documenten). Bovendien heeft de Duitse wetgever de financiële sector aanvankelijk veel vrijheid gegeven om zelf een informatiedocument voor financiële producten te ontwerpen en te gaan gebruiken.⁴⁷ Dit kan inzicht geven in de wijze waarop de financiële sector met vrijheid omgaat en licht werpen op de wenselijkheid van juridisch bindende voorschriften zoals informatieplichten.

Tot slot wordt er voor de rechtssystemen gekozen vanwege de beschikbaarheid en de toegankelijkheid van de benodigde (beleids)documenten, wetgeving en literatuur in voor mij toegankelijke talen. Uiteraard wordt er bij de beschrijving van de beleidstheorieën rekening gehouden met de verschillen tussen de rechtssystemen.

1.4.2 *Empirische rechtswetenschap: meta-evaluatie van evaluatieonderzoek en inzichten uit niet-juridische disciplines*

Terwijl in het eerste deel van het boek (hoofdstuk 2 tot en met 6) de beschrijving en vergelijking van het recht en de beleidstheorieën centraal staat, wordt in het tweede deel (hoofdstuk 7 en 8) bestudeerd wat de gevolgen ervan zijn. Leidt een wettelijk informatiedocument er daadwerkelijk toe dat consumenten een financieel product beter begrijpen en financiële producten beter met elkaar kunnen vergelijken? Volgens Smits is een dergelijke vraag naar de gevolgen van regelgeving een kenmerk van empirische rechtswetenschap, die hij als volgt definieert: ‘...empirische rechtswetenschap bestudeert de juridische actoren, instituties, regels en procedures om een beter inzicht te verkrijgen in hoe deze werken en wat de effecten ervan zijn. Het gaat hier dus niet om wat het recht zegt, maar om wat het recht doet.’⁴⁸

In hoofdstuk 7 worden elf evaluatieonderzoeken uit de in het onderzoek betrokken landen geanalyseerd en geëvalueerd, namelijk twee Europese, drie Engelse, twee Nederlandse en drie Duitse onderzoeken. Deze evaluatieonderzoeken lagen in ieder geval kenbaar ten grondslag aan beleidsbeslissingen. Het hoofdstuk betreft een meta-evaluatie, namelijk een evaluatie van een evaluatie.⁴⁹ Ten eer-

47. Dit geldt in ieder geval voor het informatiedocument voor financiële instrumenten in de zin van het Wertpapierhandelsgesetz en de Wertpapierdienstleistungs- Verhaltens- und Organisationsverordnung. BMELV 23 juli 2009, Pressemitteilung nr. 166.

48. Smits 2009, p. 52. Zie voor enkele kritische kanttekeningen bij de empirische rechtswetenschap eveneens Smits (2009, p. 104-107), namelijk 1) niet alle recht is instrumenteel, 2) de uitkomst van empirisch onderzoek is niet altijd eenduidig en 3) ook bij de empirische methode speelt het normatieve een rol, waardoor het niet zo objectief is als het soms gepresenteerd wordt.

49. Winter 2006, p. 16.

ste worden de resultaten van de diverse onderzoeken integraal in een samenvattend overzicht aan de hand van diverse thema's beschreven. Aan de orde komen onder meer de inzichten die de evaluatieonderzoeken bieden in het gebruik van het document en de inhoud van informatiedocumenten. Bovendien wordt de methodologische kwaliteit van de evaluaties beoordeeld aan de hand van een veel gebruikte methode van Klein Haarhuis en Niemeijer.⁵⁰ Enkele onderzoeken worden vanwege de gedateerdheid en de beperkte relevantie voor het beantwoorden van de onderzoeksvraag niet bij het onderzoek betrokken. In hoofdstuk 7 wordt deze keuze uitgebreid toegelicht.

Bij het beantwoorden van de vraag of korte precontractuele informatiedocumenten voor consumenten daadwerkelijk behulpzaam zijn voor het begrijpen en vergelijken van financiële producten wordt tevens psychologische literatuur bestudeerd (hoofdstuk 8). Daarmee wordt eveneens beoogd om inzicht te krijgen in de resultaten van de evaluatieonderzoeken, namelijk de redenen waarom informatiedocumenten al dan niet effectief zijn. In het bijzonder worden in het achtste hoofdstuk de inzichten uit de Economische Psychologie (onderzoek door met name psychologen) en *Behavioral Finance* (onderzoek door economen) betrokken.⁵¹ De Economische Psychologie en *Behavioral Finance* zijn wetenschappen die inzichten uit de psychologie gebruiken om onder andere het gedrag van participanten op de financiële markt te beschrijven en te analyseren.⁵² Dergelijke literatuur maakt het mogelijk om beter zicht te krijgen op onder meer de wijze waarop beleggers omgaan met een informatiedocument.

Globaal gezien is de opbouw van het tweede deel van het boek van concreet onderzoek naar onderzoek dat meer algemeen van aard is. De evaluatieonderzoeken uit hoofdstuk 7 hebben het meest concreet betrekking op het onderwerp van dit boek, namelijk de ervaringen die zijn opgedaan met korte precontractuele informatiedocumenten. Bestudering van de literatuur maakt echter duidelijk dat literatuur over die specifieke situatie zeer schaars is. De beschrijving in hoofdstuk 8 wordt daarom zoveel als mogelijk gebaseerd op onderzoeken die in een financiële context zijn verricht. Daartoe wordt veelvuldig, maar uiteraard niet uitsluitend, gebruik gemaakt van de meest recente wetenschappelijke inzichten in het financiële gedrag van consumenten.⁵³ De inzichten uit de meer algemene literatuur blijken overigens dikwijls overeen te komen met bevindingen van de evaluatieonderzoeken. Ook in het achtste hoofdstuk wordt daarom diverse keren verwezen naar de resultaten van de evaluatieonderzoeken. In hoofdstuk 8 wordt uitgebreider

50. Klein Haarhuis & Niemeijer 2008.

51. Zie over deze wetenschapsgebieden uitgebreid Van Raaij 2016, p. xi-xii.

52. Ackert & Deaves 2010, p. xxvi.

53. Zoals Van Raaij 2016.

ingegaan op de diverse categorieën literatuur die in het kader van het hoofdstuk werden bestudeerd.⁵⁴

1.5 REIKWIJDTE EN BEPERKINGEN

1.5.1 *Aansluiting gezocht bij de PRIIPs-Verordening en andere beperkingen*

Zoals reeds werd geschreven, vormde de introductie van het Europese informatiedocument voor PRIIPs de aanleiding voor het onderzoek. De kenmerken van dit document vormen de verklaring voor enkele keuzes die in dit onderzoek zijn gemaakt. Zo worden in dit boek alleen *precontractuele* informatiedocumenten beschreven, dat wil zeggen: informatiedocumenten die verschaft moeten worden voordat de overeenkomst wordt gesloten (met andere woorden: voordat het geld wordt belegd).⁵⁵ Informatiedocumenten voor beleggers die op een ander moment moeten worden verschaft, blijven aldus buiten beschouwing.

In de tweede plaats wordt er onderzoek gedaan naar *korte* informatiedocumenten omdat het Key Information Document een kort document is van maximaal drie pagina's van A4-formaat.⁵⁶ Desalniettemin worden niet alleen korte documenten bestudeerd. Op Europees niveau wordt namelijk ook het Prospectus bij het onderzoek betrokken omdat daaruit uiteindelijk het Key Information Document voortvloeit en het derhalve van belang is om de ontwikkeling van het Europese beleid tot en met het KID in kaart te brengen.

Bovendien staat in dit onderzoek de relatie tussen een financiële instelling en de consument centraal (zogeneten *B2C contracten*).⁵⁷ De situatie waarin een rechtspersoon geld belegt in een financieel product blijft in beginsel⁵⁸ buiten beschouwing (zogeneten *B2B contracten*).

Eveneens zijn alleen de documenten geselecteerd die opgesteld moeten worden voor één of meer financiële producten die ook onder de *PRIIPs definitie* vallen.⁵⁹

In de vijfde plaats, dit onderzoek beperkt zich grotendeels tot de beleidsmaatregel van korte precontractuele informatiedocumenten. Er bestaan echter diverse andere beleidsmaatregelen die direct en indirect een rol spelen bij de aanschaf van een financieel product door consumenten. Te denken valt aan de regelgeving zoals voortvloeit uit de MiFID II Richtlijn, zoals voorschriften die de onafhankelijkheid

54. Namelijk van concreet onderzoek naar de wijze waarop beleggers omgaan met de informatiedocumenten die in dit boek aan de orde komen tot meer algemeen onderzoek naar de beslissstrategieën van mensen.

55. Art. 13 Verordening 1286/2014.

56. Art. 6 lid 4 Verordening 1286/2014.

57. Voor dergelijke niet-professionele cliënten dient namelijk het KID opgesteld te worden (art. 4 lid 6 Verordening 1286/2014).

58. Het zal blijken dat twee Duitse informatiedocumenten ook voor rechtspersonen opgesteld moeten worden en dat er soms onduidelijkheid bestaat over de vraag of het document alleen voor consumenten of ook voor rechtspersonen moet worden ontworpen.

59. Art. 4 Verordening 1286/2014.

van beleggingsadvies moeten garanderen, provisieregels, vakbekwaamheidseisen voor onder meer financieel adviseurs, regels voor productontwikkeling en kosten-transparantie en het standaardinformatiedocument dat aanbieders van schadeverzekeringen op grond van de Richtlijn Verzekeringsdistributie moeten opstellen.⁶⁰ In dit boek wordt de beleidsmaatregel van precontractuele informatiedocumenten echter veelal geïsoleerd van dergelijke regelgeving beschreven. Desalniettemin kunnen de resultaten van dit onderzoek ook relevant zijn voor informatieverstrekking op andere terreinen. In dit boek wordt daarnaast vrijwel niet ingegaan op zelfregulering omdat in dit onderzoek de nadruk ligt op het door de regelgever ontwikkelde beleid en omdat zelfregulering vanwege de hoge mate van standaardisatie in de PRIIPs-Verordening geen rol speelt.⁶¹

Ten zesde moet worden opgemerkt dat er onder complexe financiële producten zeer diverse soorten producten kunnen vallen, zoals verzekeringen en pensioenproducten. Waar in het hiernavolgende wordt geschreven over financiële producten dient dit dus in het achterhoofd gehouden te worden. Daarmee hangt samen dat beleggers uiteenlopende intenties kunnen hebben met het kopen van complexe financiële producten. Verzekeringen hebben tot doel om te beschermen tegen toekomstige financiële verliezen, pensioenen hebben tot doel om na het werkzame leven in het onderhoud te kunnen voorzien, met hypotheek dient een woning te worden gefinancierd en met financiële producten wordt veelal ook rendement nagestreefd en deze kunnen tevens worden gekocht omdat de belegger plezier beleeft aan beleggen. Dergelijke intenties kunnen uiteraard invloed hebben op de wijze waarop beleggers omgaan met informatie. Er zal in dit boek echter slechts zelden onderscheid worden gemaakt tussen de verschillende financiële producten en aankoopintenties aangezien het boek daardoor te gedetailleerd zou worden.⁶²

Tot slot, bij de beschrijving van de beleidstheorieën in het eerste deel van dit boek moet worden aangetekend dat het uiteraard mijn interpretatie is van de beschikbare beleidsdocumenten. Dit is onvermijdelijk aangezien iedere tekst moet worden uitgelegd. Niet uitgesloten kan worden dat er bij de totstandkoming van beleid ook onuitgesproken of niet-gepubliceerde ideeën en documenten bestaan die niet toegankelijk waren. Bovendien, waar wordt geschreven over 'de ontwikkeling van de beleidstheorie' of 'de ontwikkeling van de beleidstheorieën' wordt eigenlijk bedoeld: de ontwikkeling van de beleidstheorie van de diverse documen-

60. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU, OJ L 173/84 of 12 June 2014, Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No. 648/2012, OJ L 173/84 of 12 June 2014 en Richtlijn (EU) 2016/97 van het Europees Parlement en de Raad van 20 januari 2016 betreffende verzekeringsdistributie (herschikking) (PbEU L 26/19).

61. Zie over zelfregulering versus regulering door de overheid Westerman 2010 en over zelfregulering op de financiële markten: Omarova 2010 en Rawlings et al. 2014, p. 29–31.

62. Zie daarover uitgebreider bijvoorbeeld Van Raaij 2016, hoofdstuk 5, 6 en 7.

ten in de loop van de jaren. Van een ontwikkeling in strikte zin is namelijk geen sprake aangezien bij ieder informatiedocument een afzonderlijke beleidstheorie hoort.

1.5.2 *Volgorde van de landen en evaluatierapporten*

Omdat in het eerste deel van het boek beleidstheorieën van informatiedocumenten in de loop van de jaren centraal staan, is ervoor gekozen om de landen in chronologische volgorde te bespreken, namelijk op basis van het jaartal waarin het eerste informatiedocument dat aan de orde komt werd geïntroduceerd. De volgorde van de rechtsstelsels is derhalve als volgt: 1) Europa (Prospectus in 1985⁶³), 2) Engeland: (Key Features Document in 1994), 3) Nederland (Financiële Bijsluiter in 2001) en 4) Duitsland (Produktinformationsblatt voor verzekeringen in 2007⁶⁴). De evaluatierapporten in hoofdstuk 7 zullen eveneens in deze volgorde worden beschreven, dus achtereenvolgens de Europese, Engelse, Nederlandse en Duitse evaluatieonderzoeken. De rapporten van de diverse rechtsstelsels komen vervolgens in beginsel eveneens in chronologische volgorde aan de orde.

1.5.3 *Deel 1 en hoofdstuk 7 gebaseerd op landenrapporten en uitvoerige analyse*

In een eerdere fase van het onderzoek is per land en op Europees niveau uitgebreid beschreven hoe de informatiedocumenten zich hebben ontwikkeld. In dat kader werd onder meer gedetailleerd bestudeerd hoe de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan informatiedocumenten in de loop van de jaren zijn veranderd en hoe dit gerelateerd is aan de regelgeving voor deze documenten. Deze studie kan worden beschouwd als de data waarop de beschrijving en de analyse van het eerste deel van het boek zijn gebaseerd. Voor een gedetailleerde beschrijving van de ontwikkeling van informatiedocumenten in het licht van het beleid zij verwezen

63. Omdat het Europese Key Information Document de aanleiding vormde voor dit onderzoek, is het ook passend om de ontwikkeling op Europees niveau als eerste te beschrijven.

64. In Nederland bestaat er ook, naast het Essentiële-informatiedocument, een document voor verzekeringen, namelijk het Dienstverleningsdocument voor producten die onder het provisieverbod vallen. Dit document is wat betreft de inhoud ervan echter totaal verschillend van de documenten die in dit boek centraal staan aangezien in dit document de financiële dienstverlening centraal staat, zoals wat een financiële dienstverlener voor de consument kan doen en de kosten die daarvoor in rekening worden gebracht. Zie art. 4:25b van de Wet op het financieel toezicht (Wft) jo. art. 86f Besluit Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen (BGFO) en hoofdstuk 4 van de Nadere Regeling Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen (NRGFO). Daarnaast bestaan er in Nederland ook andere precontractuele informatieplichten die zijn te vinden in het BGFO. Echter, omdat dit meer algemene informatieplichten betreffen en geen informatiedocument zoals de Financiële Bijsluiter of het Duitse Produktinformationsblatt, zal daarop in dit boek niet worden ingegaan maar worden verwezen naar het BGFO (in het bijzonder afdeling 8.1).

naar mijn boek 'Informatiedocumenten onder de loep. Juridische aspecten en de praktijk van precontractuele informatie over complexe financiële producten'.⁶⁵

Iets soortgelijks geldt voor hoofdstuk 7. Voor dit hoofdstuk werd per rapport een uitgebreid verslag gemaakt van de relevante resultaten per onderwerp. Eveneens werd de methodologische kwaliteit van de rapporten afzonderlijk getoetst. De integrale beschrijving van de resultaten van de rapporten en de resultaten van de methodologische beoordeling zijn te vinden in hoofdstuk 7. Daarbij worden de resultaten van de diverse onderzoeken eveneens met elkaar vergeleken. De analyse en beoordeling die hieraan ten grondslag ligt is eveneens in het reeds genoemde boek gepubliceerd.⁶⁶

1.6 TERMINOLOGIE

1.6.1 Documenten en financiële producten

De terminologie voor financiële informatiedocumenten en de producten waarvoor ze opgesteld moeten worden, is soms ronduit complex. Zo lijken de Europese documenten wat betreft benaming sterk op elkaar, namelijk Key Investor Information Document (KIID) en Key Information Document (KID). In de literatuur en de beleidsdocumenten is dit onderscheid niet altijd duidelijk en wordt bijvoorbeeld het KID ook het KIID genoemd of wordt de term Key Investor Information gebruikt voor het KIID.

In dit boek wordt in verband met de duidelijkheid een scherp onderscheid gemaakt tussen deze documenten. De term **Key Investor Information Document** (KIID) wordt gebruikt voor het korte precontractuele informatiedocument in de zin van Richtlijn 2009/65/EG en Verordening 583/2010. Dit document moet worden opgesteld voor zogeheten **instellingen in collectieve beleggingen** oftewel **icbe's**. Icbe's worden in het Engels ook *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* oftewel UCITs genoemd. In dit boek zal de term icbe's worden gebruikt. Icbe's zijn collectieve beleggingsfondsen met als doel te beleggen met bij het publiek aangetrokken kapitaal.⁶⁷ De belangrijkste kenmerken van een icbe zijn dat 1) er belegd wordt in liquide financiële activa, 2) er sprake is van risicospreiding, 3) het een open-end instelling⁶⁸ is en 4) het geld dat belegd wordt, verkregen is van het publiek. De Richtlijn en Verordening voor deze financiële docu-

65. Dit boek van mijn hand zal in 2018 verschijnen en bevat een uitvoerige beschrijving van de ontwikkeling van korte precontractuele informatiedocumenten op Europees niveau, en in Engeland, Nederland en Duitsland.

66. C.E. de Jager, *Informatiedocumenten onder de loep. Juridische aspecten en de praktijk van precontractuele informatie over complexe financiële producten*, 2018 (te verschijnen).

67. Art. 1 Richtlijn 2009/65/EG.

68. De uitgevende instelling is verplicht om onbeperkt participaties te kopen en te verkopen. Bij een closed-end beleggingsfonds ligt het aantal participaties daarentegen vast.

menten worden ook wel de icbe-Richtlijn respectievelijk de icbe-Verordening genoemd.

Het **Key Information Document (KID)** is het korte precontractuele informatie-document dat voortvloeit uit Verordening 1286/2014. Het moet worden opgesteld voor zogeheten **Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (PRIIPs)**. PRIIPs zijn verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten. Deze kunnen twee vormen aannemen, namelijk een PRIIP en een verzekeringsgebaseerd beleggingsproduct.⁶⁹ Een PRIIP is een verpakt retailbeleggingsproduct waarbij het aan de retailbelegger⁷⁰ te betalen bedrag onderhevig is aan schommelingen door blootstelling aan referentiewaarden of aan de prestaties van een of meer activa die niet rechtstreeks door de retailbelegger zijn aangekocht.⁷¹ Een verzekeringsgebaseerd beleggingsproduct is een verzekering waarmee een waarde op vervaldag of een afkoopwaarde wordt aangeboden waarbij die waarde op vervaldag of afkoopwaarde geheel of gedeeltelijk is blootgesteld, direct of indirect, aan marktfluctuaties.⁷² Voorbeelden van PRIIPs zijn onder andere beleggingsfondsen, levensverzekeringsovereenkomsten met een beleggingscomponent, gestructureerde producten en gestructureerde deposito's.⁷³

Bij al deze producten is er geen sprake van een rechtstreekse belegging zoals het geval zou zijn bij de aankoop of het bezit van activa.⁷⁴ De producten opereren namelijk tussen de consument en de markten doordat ze 'verpakt' zijn. Dit betekent dat de activa wordt ingepakt waardoor er nieuwe vormen van risicoblootstelling en andere productkenmerken tot stand komen of andere kostenstructuren worden opgebouwd in vergelijking met een directe belegging. Het verpakken biedt retailbeleggers beleggingsstrategieën die anders niet toegankelijk voor hen zouden zijn. Echter, zoals uit de beschrijving blijkt, zijn dergelijke producten ook inherent complexer dan wanneer een belegger rechtstreeks belegt. De Verordening die van toepassing is op het Key Information Document voor PRIIPs wordt de PRIIPs-Verordening genoemd.⁷⁵

De informatiedocumenten die in dit boek daarnaast het meest aan de orde komen zijn het Engelse **Key Features Document**, de Nederlandse **Financiële Bijsluiter** en het Duitse **Produktinformationsblatt** voor diverse soorten financiële producten. Bij de beschrijving van deze documenten in hoofdstuk 2 tot en met 5 zal hier nader op worden ingegaan en onder meer aan de orde komen voor welke producten deze opgesteld dienen te worden.

69. Art. 4 lid 3 Verordening 1286/2014.

70. Dit betekent: een belegger die consument is.

71. Art. 4 lid 1 Verordening 1286/2014. Producten die door Special Purpose Vehicles worden uitgegeven vallen ook onder de Verordening voor zover ze onder de PRIIPs-definitie vallen (art. 4 lid 1 Verordening 1286/2014).

72. Art. 4 lid 2 Verordening 1286/2014.

73. Verordening 1286/2014, overweging 6.

74. Idem.

75. Dit is dus Verordening 1286/2014.

1.6.2 *Begrijpen, vergelijken en het nemen van een goede beslissing*

In dit boek worden de termen ‘**begrijpen**’ (of ‘begrijpelijk’ dan wel ‘begrijpelijkheid’) en ‘**vergelijken**’ (of ‘vergelijkbaar’ dan wel ‘vergelijkbaarheid’) gebruikt. De wetgever noemt dit vaak als doelen die met het informatiedocument beoogd worden, namelijk het bevorderen van de begrijpelijkheid en de vergelijkbaarheid van financiële producten voor consumenten. Hoewel in de evaluatieonderzoeken veelal de perceptie van begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid centraal staat, wordt in dit boek onder begrijpelijkheid verstaan dat een belegger daadwerkelijk inzicht heeft in de belangrijkste kenmerken van een financieel product die van belang zijn bij het nemen van een beslissing. Bij vergelijken gaat het om het daadwerkelijk op basis van het informatiedocument vergelijken van producten (sectoraal of cross-sectoraal) ten aanzien van kenmerken die van belang zijn bij het nemen van een beslissing. Wanneer wordt geschreven over de ‘**effectiviteit**’ van informatiedocumenten dan heeft dat betrekking op de vraag of deze twee doelen, begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid, bereikt worden. De term ‘**beslissing**’ (of ‘beslissen’) doelt op het al dan niet aanschaffen van een financieel product hoewel deze term in het boek uiteraard ook in meer algemene zin betrekking heeft op het maken van een keuze.⁷⁶ Tevens wordt geschreven over het nemen van een **goede beslissing**. Daarmee wordt bedoeld: een beslissing die geschikt is voor de belegger gezien diens omstandigheden. Ter illustratie, de keuze voor een risicovol product is passend als het geld betreft dat een belegger kan missen maar niet als het geld noodzakelijk is om te kunnen voorzien in het levensonderhoud.

1.6.3 *Wetgever en regelgever*

In deel 1 van het boek staan de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan korte precontractuele informatiedocumenten voor complexe financiële producten centraal. Veelal wordt geschreven over de **wetgever**. Echter, in Engeland is de regelgeving met betrekking tot het Key Features Document ontworpen door de **Personal Investment Authority (PIA)**, welke later werd omgedoopt tot **Financial Services Authority (FSA)** en nu de **Financial Conduct Authority (FCA)** heet. De FCA is op basis van de Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA 2000) namelijk de regelgevende instantie voor financiële dienstverleners.⁷⁷ Daarom zal in deze context niet de term ‘wetgever’ maar ‘**regelgever**’ gehanteerd worden.

76. Het zal uit de context van de term blijken welke van de twee betekenissen deze in het concrete geval heeft.

77. Op grond van de FSMA hadden ook de PIA en de FSA deze bevoegdheid, zie hierover Lomnicka 2002, p. 1 en 2.

1.6.4 *Overige terminologie*

Diverse keren zal worden geschreven over ‘het **informatiedocument**’, ‘het **document**’ of een vergelijkbare term. Daarmee wordt bedoeld: een kort precontractueel informatiedocument voor consumenten over complexe financiële producten, tenzij uit de tekst anders blijkt.⁷⁸ Met **precontractueel** wordt bedoeld: voor de sluiting van het contract tussen de consument en een financiële instelling. **Complexe financiële producten** zijn producten die geen directe belegging betreffen, zoals PRIIPs en icbe’s. Onder **belegger(s)** worden in beginsel verstaan: natuurlijke personen en rechtspersonen. In dit boek staat de belegger die consument is centraal. Als de term alleen betrekking heeft op consumenten, dan zal dat duidelijk uit de tekst blijken. Ook zullen termen als **consument**, **private belegger**, **niet-professionele belegger** of **retailbelegger** worden gebruikt (deze termen zijn synoniemen).⁷⁹

1.7 **OPBOUW**

Het onlangs geïntroduceerde informatiedocument (het Key Information Document) is geen nieuw verschijnsel. Al sinds 1985 bestaan er op Europees niveau documenten die beleggers moeten informeren over financiële producten.⁸⁰ Ook op nationaal niveau bestaan er vergelijkbare informatiedocumenten. In **deel 1** van het boek wordt bestudeerd hoe de beleidstheorieën van deze documenten zich in de loop van de jaren hebben ontwikkeld.

De opbouw van het eerste deel van het boek kan worden gezien als een trechter. In hoofdstuk 2 tot en met 5 staan de beleidstheorieën van korte precontractuele informatiedocumenten respectievelijk op Europees niveau (**hoofdstuk 2**) en in Engeland (**hoofdstuk 3**), Nederland (**hoofdstuk 4**) en Duitsland (**hoofdstuk 5**) centraal. Een veel gehanteerde definitie van de beleidstheorie wordt gegeven door Hoogerwerf, namelijk: het geheel aan veronderstellingen van een actor dat aan het beleid ten grondslag ligt.⁸¹ Meer algemeen geformuleerd is de beleidstheorie dus alles dat volgens de beleidsmaker ten grondslag ligt aan zijn beleid.⁸² Daarbij wordt in deel 1 in het bijzonder aandacht besteed aan de volgende zes aspecten, die in paragraaf 1.2 uitgebreid zijn beschreven, namelijk: de aanleidingen, de doe-

78. Een enkele keer wordt ook in meer algemene zin geschreven over informatieplichten. Dit zal dan duidelijk blijken uit de tekst.

79. Zie bijvoorbeeld art. 4 lid 6 Verordening 1286/2014.

80. Namelijk vanaf het Prospectus, Richtlijn van de Raad van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe’s) (85/611/EEG) (*PbEG* 1985, L 375/3), hierna: Richtlijn 85/611/EEG.

81. Hoogerwerf 2014, p. 72. Zie voor vergelijkbare definities onder andere De Graaf & Hoppe 1996, p. 70, Van Braam 1986, p. 37 en Nelen 2000, p. 35. Zie voor een kritische beschouwing van de beleidstheorie van Hoogerwerf: Hoppe 1988.

82. Desalniettemin bestaan er ruime en smalle definities van het begrip ‘beleidstheorie’, namelijk afhankelijk van de hoeveelheid aspecten die als onderdeel van de beleidstheorie worden gezien. Zie hierover uitgebreider en met illustraties: Van Schoonhoven 1999, p. 133-136.

len, de aard van de regelgeving, het beeld van de belegger, de rol van evaluatieonderzoek en het nastreven van harmonisering.

In de hoofdstukken worden de beleidstheorieën beschreven in de context van de ontwikkeling die het informatiedocument in de loop van de jaren heeft doorgeemaakt (paragraaf 2.2 (Europa), paragraaf 3.2 (Engeland), paragraaf 4.2 (Nederland) en paragraaf 5.2 (Duitsland)). Voor een dergelijke chronologische beschrijving is gekozen omdat de ontwikkeling van de beleidstheorieën op deze manier het beste begrepen en verklaard kan worden. Dit komt doordat er bij de ontwikkeling van de informatiedocumenten sprake is van padafhankelijkheid: de keuzes en gebeurtenissen in het verleden beïnvloeden de latere ontwikkeling waarbij de eenmaal gekozen ontwikkeling wordt gecontinueerd. Na de beschrijving van de ontwikkeling van de beleidstheorieën volgt hiervan een schema waarin aan de hand van de bovengenoemde aspecten puntsgewijs wordt opgesomd wat de beleidstheorie van de diverse documenten was. Vervolgens wordt dit toegelicht door per beleidsaspect de hoofdlijnen te schetsen van de beleidsontwikkeling van het desbetreffende document (het vertrekpunt is dan het beleidsaspect). Het schema en de toelichting daarop zijn te vinden in paragraaf 2.3 (Europa), paragraaf 3.3 (Engeland), paragraaf 4.3 (Nederland) en paragraaf 5.3 (Duitsland). Bij de beschrijving van de ontwikkeling op nationaal niveau zal er aandacht worden besteed aan de invloed van Europese regelgeving op de rechtsstelsels van de geselecteerde lidstaten.⁸³

Deel 1 wordt afgesloten (**hoofdstuk 6**) met een vergelijkend overzicht van de ontwikkeling van de beleidstheorieën van de diverse informatiedocumenten. Er wordt dan als het ware met een *helicopter*view beschreven of er trends zijn waar te nemen in de beleidsontwikkeling van de documenten die in de eerder beschreven hoofdstukken aan de orde kwamen. Er zullen onder meer kritische kanttekeningen worden geplaatst bij de beleidstheorieën. Ook worden er aanbevelingen geformuleerd die de beleidstheorie van korte precontractuele informatiedocumenten in de toekomst ten goede moeten komen.

Uit de beschrijving van de beleidstheorieën blijkt onder meer dat precontractuele informatiedocumenten voor financiële producten door de wetgever worden gezien als een middel om bepaalde doelen te bereiken. Twee doelen die de wetgever daarmee vrijwel altijd nastreeft zijn a) het begrijpelijk maken van financiële producten voor consumenten en b) consumenten in staat stellen om financiële producten met elkaar te vergelijken. In **deel 2** van het boek staat de vraag centraal in hoeverre informatiedocumenten daarin slagen.

Om antwoord te vinden op de vraag of een kort informatiedocument consumenten helpt om financiële producten beter te begrijpen en te vergelijken worden in **hoofdstuk 7** de resultaten beschreven van evaluatieonderzoeken die op Europees en nationaal niveau zijn uitgevoerd. Deze onderzoeken kunnen namelijk

83. Dit wordt echter niet betrokken in de schema's omdat onder meer de doelen voor deze documenten van Europese oorsprong zijn en daarom geen goede weergave zijn van de beleidstheorie op nationaal niveau.

inzicht geven in de wijze waarop dergelijke documenten in de praktijk functioneren. Ook kunnen hieruit lessen worden getrokken over de wijze waarop het functioneren van dit informatiedocument bevorderd kan worden en wat daaraan juist in de weg staat. De beschrijving en de vergelijkende analyse van de rapporten leidt ertoe dat er vijftien aanbevelingen worden gedaan. Het hoofdstuk bevat eveneens een analyse van de methodologische kwaliteit van de uitgevoerde evaluatieonderzoeken. Het zal blijken dat de methodologische kwaliteit op diverse punten te wensen over laat. Dit heeft consequenties voor de mate van zekerheid waarmee er conclusies uit de onderzoeken getrokken kunnen worden. Om de kwaliteit van dergelijk evaluatieonderzoek in de toekomst te verbeteren en uiteindelijk beter inzicht te krijgen in de wijze waarop informatiedocumenten in de praktijk functioneren, worden er eveneens aanbevelingen geformuleerd.

In **hoofdstuk 8** wordt vervolgens op basis van psychologische inzichten een antwoord gezocht op de vraag of een informatiedocument beleggers helpt om financiële producten te begrijpen en te vergelijken. Daarbij wordt tevens aandacht besteed aan de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid in het licht van de wijze waarop beleggers beslissingen nemen. Zo kan onder meer worden verklaard waarom informatiedocumenten blijkens de evaluaties van hoofdstuk 7 al dan niet effectief zijn. Er wordt te rade gegaan bij diverse wetenschapsdisciplines en met name bij de Economische Psychologie en *Behavioral Finance*. Dergelijke literatuur biedt inzicht in de persoon van de belegger (zoals diens persoonlijkheid), de motivatie van beleggers om informatie te gaan lezen, de kennis en vaardigheden van beleggers om financiële informatie te begrijpen en te vergelijken (de financiële geletterdheid en genummerdheid) en de invloed die dergelijke informatie kan hebben op het beslisproces. Uit het hoofdstuk blijkt dat zich op al deze gebieden problemen kunnen voordoen die eraan in de weg staan dat beleggers op basis van het document financiële producten goed begrijpen en met elkaar vergelijken.

In het **derde deel** van het boek, namelijk in **hoofdstuk 9**, worden de bevindingen van het onderzoek samengebracht en wordt antwoord gegeven op de twee hoofdvragen van het onderzoek. Er zal worden beschreven hoe de beleidstheorieën van korte precontractuele informatiedocumenten over complexe financiële producten voor consumenten zich in de loop van de jaren op Europees niveau en in Engeland, Nederland en Duitsland hebben ontwikkeld. Eveneens zal uiteengezet worden in welke mate informatiedocumenten complexe financiële producten voor consumenten begrijpelijk en vergelijkbaar maakt.

DEEL I

DE BELEIDSTHEORIEËN VAN INFORMATIEDOCUMENTEN IN EUROPA, ENGELAND, NEDERLAND EN DUITSLAND

2.1 INLEIDING

Hoofdstuk 2 tot en met 5 van dit boek bevatten een rechtsvergelijkend overzicht van de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan korte precontractuele informatiedocumenten voor financiële producten die in de loop van de jaren op Europees niveau en in Engeland, Nederland en Duitsland zijn ontstaan. Het overzicht is gebaseerd op uitgebreide landenrapporten en een rapport van de ontwikkeling van beleid en regelgeving op Europees niveau, die in 2018 zullen verschijnen als boek.¹ In dit hoofdstuk staan de beleidstheorieën van Europese informatiedocumenten centraal.

De introductie van het Key Information Document in de Europese Unie vanaf 1 januari 2018 is geen nieuw verschijnsel. Op Europees niveau werd in 1985 namelijk reeds het Prospectus geïntroduceerd. Dit document werd gevolgd door het Vereenvoudigd Prospectus (2004) met een Aanbeveling (eveneens 2004) en het Key Investor Information Document (2009).

In dit hoofdstuk wordt allereest een overzicht gegeven van de beleidstheorie die aan deze informatiedocumenten ten grondslag ligt. Er wordt achtereenvolgens ingegaan op het Prospectus (paragraaf 2.2.1), het Vereenvoudigd Prospectus (paragraaf 2.2.2), de Aanbeveling (paragraaf 2.2.3), het Key Investor Information Document (paragraaf 2.2.4) en het Key Information Document (paragraaf 2.2.5). Bij de beschrijving van de beleidstheorie van deze documenten zal in dit hoofdstuk en de volgende hoofdstukken van deel 1 in het bijzonder worden ingegaan op a) de aanleidingen voor het document, b) de doelen die de wetgever daarmee nastreefde, c) de regelgeving, d) het beeld dat de wetgever van de belegger had, e) of er ex post of ex ante evaluatieonderzoek werd uitgevoerd en f) of er harmonisering werd nagestreefd. In paragraaf 2.3.1 volgt een schema waarin aan de hand van de bovengenoemde aspecten puntsgewijs wordt opgesomd wat de beleidstheorie van de documenten ten aanzien van elk van deze aspecten was. Dit wordt gevolgd door een toelichting waarin per aspect de hoofdlijnen worden geschetst van de

1. C.E. de Jager, *Informatiedocumenten onder de loep. Juridische aspecten en de praktijk van precontractuele informatie over complexe financiële producten*, 2018 (te verschijnen).

beleidstheorie van de diverse documenten in de loop van de jaren (paragraaf 2.3.2). Het vertrekpunt van de beschrijving is dan dus het beleidsaspect. In paragraaf 2.4 volgt de samenvattende conclusie.

2.2 BELEIDSTHEORIEËN IN DE LOOP VAN DE JAREN IN CONTEXT

2.2.1 *Het Prospectus (1985)*

In 1985 zag op Europees niveau het eerste informatiedocument voor financiële producten het levenslicht: het *Prospectus*.² Het Prospectus werd geïntroduceerd met een Richtlijn waarin tevens diverse andere voorschriften waren opgenomen. De preambule bij deze Richtlijn is zeer kort, namelijk een ruime pagina. De beleidstheorie die ten grondslag ligt aan het Prospectus blijkt daarin te ontbreken. Aangezien in de preambule hierover niets wordt geschreven, moet aangenomen worden dat hetgeen over de aanleiding en de doelen van de Richtlijn wordt geschreven, ook van toepassing is op het Prospectus.

De aanleiding voor de Richtlijn was, dat de wettelijke regelingen van lidstaten op het gebied van icbe's³ aanzienlijk uiteenliepen.⁴ Deze verschillen leidden volgens de Europese wetgever tot verstoringen van de mededingingsverhoudingen tussen de icbe's en boden de deelnemers geen gelijkwaardige bescherming. Het hoofddoel van de Richtlijn was daarom om de nationale wettelijke regelingen voor icbe's te coördineren.⁵ Hiermee werden drie doelen beoogd, te weten: 1) het nader tot elkaar brengen van de mededingingsverhoudingen voor icbe's, 2) een doeltreffender en uniformere bescherming van de deelnemers en 3) het vergemakkelijken van de verhandeling van de rechten van deelneming van een zich in een lidstaat bevindende icbe op het grondgebied van andere lidstaten.⁶ Met de Richtlijn werd aldus met name een economisch en Europees belang beoogd, namelijk het verminderen van de beperkingen van het vrije verkeer op Gemeenschapsniveau en de totstandkoming van een Europese kapitaalmarkt. Het lijkt erop dat beleggersbescherming niet zozeer een doel op zich is maar met name fungeert als een *instrument* om de economische en Europese doelen te bereiken.

Het aantal voorschriften met betrekking tot het Prospectus was zeer beperkt. Het betreft met name open normen, zoals het vereiste dat het document de gegevens moet bevatten die noodzakelijk zijn voor het nemen van een verantwoorde beslissing.⁷ Het meest concreet waren de onderwerpen die volgens de Europese wetgever in ieder geval in het Prospectus moesten staan, de zogeheten 'noodzake-

2. Richtlijn 85/611/EEG.

3. Icbe's of UCITs zijn collectieve beleggingsfondsen die tot doel hebben om te beleggen met bij het publiek aangetrokken kapitaal. Zie bijvoorbeeld art. 1 lid 2 Richtlijn 85/611/EEG.

4. Richtlijn 85/611/EEG, toelichting.

5. Idem.

6. Idem.

7. Art. 28 lid 1 Richtlijn 85/611/EEG.

lijke gegevens'. Deze onderwerpen werden opgenomen in een Bijlage bij de Richtlijn.⁸ Het blijken met name praktische gegevens te zijn, zoals de naam en de aard van het fonds en de oprichtingsdatum van de beheermaatschappij. De nadruk ligt aldus op de inhoud van het Prospectus en de wetgever lijkt er de meeste waarde aan te hechten dát er informatie over financiële producten is. Aan andere relevante aspecten van het informeren, zoals vormgeving, lettertype of het aantal pagina's waaruit het document mag bestaan, werden namelijk geen bepalingen gewijd.

De voorschriften, waaronder de bijlage met informatieonderwerpen, lieten veel ruimte voor interpretatie door de opsteller van het Prospectus. Dit werd veroorzaakt door formuleringen als: 'in voorkomend geval vermelding van...' en 'indien zulks van belang is voor de houders van rechten van deelneming'.⁹ Ook in een ander opzicht bood de Richtlijn de opsteller vrijheid. Op hem rustte namelijk de plicht om meer informatie in het document op te nemen als hij van mening was dat een belegger dit nodig had om zich een verantwoord oordeel te kunnen vormen over de voorgenomen belegging.¹⁰

Met de voorschriften werd geen standaardisatie van het Prospectus bereikt. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de opsomming van vele mogelijke gegevens die in het Prospectus opgenomen moesten worden, het feit dat het minimumeisen betroffen en het ontbreken van vormgevingseisen. Ook werd er geen vaste volgorde van informatieonderdelen of teksten voorgeschreven en bevatten de voorschriften zoals vermeld diverse open normen. Wel waren de voorschriften juridisch bindend.

In de Richtlijn en de toelichting op de Richtlijn wordt opvallend genoeg niets geschreven over de doelgroep van het Prospectus: de belegger. De Europese wetgever lijkt uit te gaan van een rationele belegger. Het Prospectus dient volgens de wetgever beleggers namelijk te helpen om zich een verantwoord oordeel te kunnen vormen over de hun aangeboden belegging.¹¹ Er wordt dus een causaal verband aangenomen tussen het Prospectus en het vormen van een verantwoord oordeel. Het blijft onduidelijk of de wetgever een professionele of een niet-professionele belegger op het oog heeft. Daarnaast wordt geen aandacht besteed aan de vraag hoe het Prospectus de belegger het beste kan informeren. Gezien de ontbrekende aandacht voor de belegger, is het niet verwonderlijk dat evaluatieonderzoek naar de wenselijkheid van een dergelijk informatiedocument en de behoeften van beleggers niet is gedaan.¹²

De Richtlijn bevatte gemeenschappelijke minimumregels ten aanzien van diverse onderwerpen die betrekking hebben op icbe's, waaronder ten aanzien van informatieverstrekking. Deze voorschriften betreffen dwingend recht. De lidstaten kregen echter wel de vrijheid om desgewenst strengere regels op te stellen dan die

8. Namelijk Bijlage A.

9. Bijlage schema A van Richtlijn 85/611/EEG.

10. Vandamme rapport, p. 68.

11. Art. 28 Richtlijn 85/611/EEG.

12. Dergelijk onderzoek is mij in ieder geval niet bekend.

welke uit de Richtlijn voortvloeien. Zo betreffen de onderwerpen die in Bijlage A bij de Richtlijn worden genoemd, slechts de onderwerpen waarover in ieder geval informatie in het Prospectus opgenomen moet worden. Hoewel dus gepoogd werd om de regels met betrekking tot icbe's te coördineren, is harmonisatie niet beoogd. De voorschriften uit de Richtlijn dienden immers door de lidstaten omgezet te worden in nationale regelgeving. Hierdoor waren verschillen tussen lidstaten mogelijk. Dit kan verbazing wekken, aangezien het doel van de Richtlijn juist was om de regels met betrekking tot icbe's in de diverse lidstaten te coördineren. Er is wel enigszins sprake van harmonisatie van producten, omdat de Richtlijn van toepassing is op alle icbe's, ongeacht de sectorale aard ervan. Anderzijds is er geen sprake van harmonisatie van producten, omdat het document alleen opgesteld moest worden voor icbe's en er hierdoor verschillende regelgeving bestond voor icbe's en niet-icbe's.

In de loop van de jaren zijn de voorschriften voor het Prospectus een aantal keren gewijzigd. Het meest recent is de inwerkingtreding van de Prospectusverordening.¹³ Hierin wordt onder andere gedetailleerd de inhoud van het Prospectus voorgeschreven. Omdat in dit boek de ontwikkeling naar korte informatiedocumenten centraal staat, zal niet worden ingegaan op deze latere ontwikkelingen van het Prospectus aangezien dat een lang document is. De introductie van het Prospectus wordt echter wel beschreven omdat uit dit document uiteindelijk de korte precontractuele informatiedocumenten zoals het KIID en het KID voortvloeien en dat document dus van belang is om de ontwikkeling naar deze korte documenten te begrijpen.

2.2.2 *Het Vereenvoudigd Prospectus (2004)*

Bijna 20 jaar later, in 2004, werd de regelgeving met betrekking tot het Prospectus op bepaalde punten gewijzigd en werd daarnaast het Vereenvoudigd Prospectus geïntroduceerd.¹⁴ De regelgeving met betrekking tot het Prospectus en het Vereenvoudigd Prospectus maken wederom onderdeel uit van een breder wetgevings-

13. Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (*PbEU* 2017, L 168/12). De Verordening trad op 20 juli 2017 in werking en vervangt daarmee Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEU* L345/64). Het grootste deel van de regels is pas van toepassing vanaf 21 juli 2019.

14. Namelijk door middel van Richtlijn 2001/107/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 januari 2002 tot wijziging van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) met het oog op de reglementering van beheermaatschappijen en vereenvoudigde prospectussen (*PbEG* 2002, L41/20), hierna: Richtlijn 2001/107/EG.

pakket. Desalniettemin wordt er in de considerans wat meer geschreven over deze informatiedocumenten, hoewel nog steeds beperkt: slechts één overweging.

De Europese wetgever constateerde dat de Richtlijn waarin onder andere de regelgeving met betrekking tot het Prospectus was neergelegd¹⁵ een aanzienlijke bijdrage had geleverd aan de totstandkoming van de interne markt.¹⁶ Waarop deze constatering is gebaseerd, is overigens niet kenbaar uit gepubliceerde stukken.

In de Richtlijn¹⁷ werden diverse nieuwe voorschriften opgenomen, waaronder met betrekking tot informatieverstrekking aan beleggers. In het licht van de ontwikkelingen inzake informatietechnieken werd het namelijk wenselijk geacht om het bestaande kader van de informatieverstrekking, zoals was neergelegd in Richtlijn 85/611/EEG, te herzien.¹⁸ Daarnaast bleek dat de informatie niet aansloot bij de belegger en onvoldoende beleggersbescherming bood.¹⁹ De introductie van het Vereenvoudigd Prospectus zou aan deze problemen het hoofd moeten bieden door op een duidelijke, beknopte en eenvoudige wijze de belangrijkste informatie over de icbe te verstrekken.

In een bijlage bij de Richtlijn werd opgesomd welke onderwerpen in ieder geval in het Vereenvoudigd Prospectus opgenomen moesten worden.²⁰ Deze lijst blijkt korter te zijn dan de lijst met onderwerpen die in het Prospectus opgenomen dienden te worden. Dit is in overeenstemming met hetgeen de wetgever wilde bereiken met het Vereenvoudigd Prospectus: in een korter en eenvoudiger informatiedocument voorzien dan het Prospectus. De opsomming verschilt op een ander punt niet van die van het Prospectus. Het betreffen namelijk wederom met name praktische gegevens over onder meer de icbe. De opsomming is de enige vorm van standaardisering. Zo bevatte ook deze Richtlijn geen voorschriften met betrekking tot de lay-out, de lengte en het taalgebruik. Ook werden er geen formuleringen voorgeschreven en bevatte de Richtlijn veel open normen. Enkele voorbeelden daarvan zullen nu gegeven worden (de open normen worden in de tekst onderstreept). In artikel 28 lid 1 Richtlijn 2001/107/EG staat:

15. Richtlijn 85/611/EEG.

16. Richtlijn 2001/107/EG, overweging 1.

17. Waarvan de bepalingen werden opgenomen in de Prospectusrichtlijn (Richtlijn 85/611/EEG).

18. Richtlijn 2001/107/EG, overweging 15.

19. De wetgever schreef hierover: 'Tot dusver werd het nuttig geacht beleggers een grote hoeveelheid gedetailleerde gegevens te verstrekken, zodat zij zich een weloverwogen oordeel konden vormen over de kwaliteit en opportuniteit van de hun aangeboden belegging in rechten van deelneming in een gegeven instelling voor collectieve belegging. De laatste jaren wint de overtuiging echter veld dat het huidige informatiekader van de ICBE-richtlijn onbevredigend is, omdat het onvoldoende beantwoordt aan de behoeften van de gemiddelde belegger en omdat de bescherming van de belegger beter kan worden gewaarborgd door duidelijke, bevattelijke en relevante informatie te verstrekken.' Zie Commissie van de Europese Gemeenschappen, Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 85/611/EEG tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's) met het oog op de reglementering van beheermaatschappijen en vereenvoudigde prospectussen, Brussel: 17 juli 1998, COM(1998) 451 def., p. 9.

20. Richtlijn 2001/107/EG, bijlage 1.

‘In zowel het vereenvoudigd als het volledig prospectus moeten de gegevens zijn opgenomen die voor de beleggers noodzakelijk zijn om zich een verantwoord oordeel te kunnen vormen over de hun aangeboden belegging en vooral de daaraan verbonden risico’s. Het volledig prospectus moet een duidelijke en gemakkelijk te begrijpen toelichting bevatten inzake het risico-profiel van het fonds...’

En in artikel 28 lid 3 van de Richtlijn:

‘Het vereenvoudigd prospectus bevat, in beknopte vorm, de kerngegevens die in bijlage I, schema C, bij deze richtlijn zijn opgenomen. Het prospectus is zodanig vormgegeven en geschreven dat het door de gemiddelde belegger gemakkelijk te begrijpen is.’

De opsteller heeft aldus, net zoals geldt voor het Prospectus, veel ruimte om zelf invulling te geven aan de voorschriften. Wel betreft het *hard law*. De voorschriften zijn immers in een Richtlijn opgenomen.

In tegenstelling tot de vorige Richtlijn, wordt in de nieuwe Richtlijn iets geschreven over de doelgroep van het document. Het Vereenvoudigd Prospectus moet namelijk geschikt zijn voor een ‘gemiddelde belegger’.²¹ De wetgever licht echter niet toe wat onder een ‘gemiddelde belegger’ wordt verstaan. Het is eveneens onduidelijk of de wetgever een retailbelegger of een professionele belegger op het oog had. De nadruk op begrijpelijkheid en duidelijkheid van de informatie doet vermoeden dat de Europese wetgever de niet-professionele belegger als doelgroep van het document zag. Dit wordt echter nergens met zoveel woorden geschreven. Er wordt vermoedelijk, onder meer blijkens voorgaande citaten, uitgegaan van een rationele belegger die zich op basis van informatie een oordeel vormt over een financieel product. De wetgever lijkt wel van mening te zijn dat deze informatie aan bepaalde voorwaarden moet voldoen om dit te bereiken, namelijk duidelijk, beknopt en eenvoudig te begrijpen.²² Bovendien wordt het van belang geacht dat het document op ‘beleggersvriendelijke wijze’ wordt opgesteld.²³

Kenmerkend voor deze Richtlijn is dat de veelbelovende woorden achterblijven bij de regelgevende daden. Zo wordt erkend dat de duidelijkheid, bevattelijkheid en relevantie van de informatie van belang zijn. In die zin lijkt er dus te zijn gedacht aan de belegger als lezer van het document. Er wordt echter niet ingegaan op de wijze waarop bijvoorbeeld de duidelijkheid van de informatie bevorderd kan worden. Iets soortgelijks geldt voor de lengte van het document. De wetgever achtte het van belang dat het document beknopt is, maar voegt niet de daad bij het woord door bijvoorbeeld een maximumaantal pagina’s voor te schrijven waaruit het document mag bestaan.²⁴ Een en ander hangt mogelijkerwijs samen met het feit

21. Art. 28 lid 3 en overweging 15 van Richtlijn 2001/107/EG.

22. Richtlijn 2001/107/EG, overweging 15.

23. Idem.

24. Art. 28 lid 3 Richtlijn 2001/107/EG.

dat er voorafgaand aan de introductie van de Richtlijn geen onderzoek heeft plaatsgevonden naar hetgeen beleggers bijvoorbeeld begrijpelijk en duidelijk vinden, de mogelijke effecten van het document en de invloed van het verkorten van het document.²⁵ Ook is er geen consumentenonderzoek bekend naar het functioneren van het Prospectus.²⁶

De Richtlijn betreft, evenals de voorgaande Prospectusrichtlijn, minimumharmonisatie. Lidstaten dienden immers de voorschriften uit de Richtlijn om te zetten in nationale regelgeving. Hierbij mochten zij strengere regels opstellen dan die welke uit de Richtlijn voortvloeien.²⁷ Desalniettemin is er een belangrijk verschil met de voorgaande Richtlijn. Er wordt namelijk benadrukt dat lidstaten van ontvangst ten aanzien van het Vereenvoudigd Prospectus geen aanvullingen of wijzigingen van de icbe mogen verlangen, behalve een vertaling van het document.²⁸ Wederom zou de Richtlijn tot enige mate van harmonisering kunnen leiden doordat het van toepassing was op alle icbe's, maar anderzijds stond hieraan in de weg dat er verschillende voorschriften van toepassing waren op producten die wel en producten die niet als icbe te kwalificeren waren.

2.2.3 *De Aanbeveling (2004)*

Na inwerkingtreding van de Richtlijn verscheen er op 27 april 2004 een Aanbeveling.²⁹ In de toelichting op deze Aanbeveling worden de doelen van het Vereenvoudigd Prospectus nogmaals benoemd, namelijk:³⁰

- Duidelijke informatie geven over de voornaamste punten die de belegger moet weten voor hij in een fonds belegt. Het dient daartoe een gemakkelijk te begrijpen document te zijn voor de gemiddelde kleine belegger.
- De grensoverschrijdende verhandeling van rechten van deelneming in icbe's vergemakkelijken en als enige verkoopinstrument functioneren in de gehele gemeenschap.

Opvallend is, dat het laatste doel niet expliciet naar voren kwam in de Richtlijn waarmee het Vereenvoudigd Prospectus werd geïntroduceerd.³¹ De doelen van het

25. Dergelijk onderzoek heb ik in ieder geval niet gevonden en er wordt evenmin door de Europese wetgever naar verwezen in bijvoorbeeld de toelichting op de Richtlijn.

26. Idem.

27. Richtlijn 2001/107/EG, overweging 11.

28. Art. 28 lid 3 Richtlijn 2001/107/EEG.

29. Aanbeveling van de Commissie van 27 april 2004 betreffende bepaalde gegevens die overeenkomstig schema C van bijlage I bij Richtlijn 85/611/EEG van de Raad in het vereenvoudigd Prospectus moeten worden vermeld (*PbEU* 2004, L 144/47).

30. Idem, overweging 1.

31. Dit doel zou indirect kunnen voortvloeien uit art. 28 lid 3 Richtlijn 2001/107/EG, waarin staat: 'Het vereenvoudigd prospectus kan als verkoopinstrument worden gebruikt dat bestemd is om in alle lidstaten zonder wijzigingen, afgezien van vertaling, te worden gebruikt.'

Vereenvoudigd Prospectus verschillen dus al naar gelang het beleidsdocument dat geraadpleegd wordt.

Door middel van de Aanbeveling wilde de Europese wetgever een toelichting geven op de inhoud en de presentatie van informatie die conform de Richtlijn in het Vereenvoudigd Prospectus opgenomen moest worden.³² Hiermee had de wetgever een zekere mate van standaardisatie en harmonisatie op het oog. Dit moest bijdragen aan bovengenoemde doelen en zou onder meer moeten leiden tot effectieve bescherming van de belegger en versterking van het vertrouwen in de sector voor beleggingsfondsen.³³

De Aanbeveling was juridisch niet bindend omdat een consistente toepassing of implementatie in de lidstaten niet afgedwongen kon worden.³⁴ Het werd dus geheel aan de financiële sector overgelaten om al dan niet gevolg te geven aan de Aanbeveling. Dit lijkt te botsen met de harmonisatie die werd nagestreefd door middel van het Vereenvoudigd Prospectus en de Aanbeveling.

Met de Aanbeveling werd, zoals hiervoor reeds geschreven, een zekere mate van standaardisatie van het Vereenvoudigd Prospectus nagestreefd. De Aanbeveling schrijft daartoe standaardberekeningen voor ten aanzien van diverse gegevens die in het Vereenvoudigd Prospectus opgenomen moeten worden.³⁵ Op andere punten blijkt de Aanbeveling, evenals de Richtlijn, weinig concreet. Het bevat namelijk wederom, zij het een iets specifiekere, opsomming van de informatie die in de diverse informatieonderdelen van het Vereenvoudigd Prospectus opgenomen moet worden. Hierbij worden echter vele open normen gebruikt, zoals 'een bondige en adequate beschrijving...' en 'een duidelijke vermelding van...'.³⁶ Deze open normen moeten door de opsteller van het Vereenvoudigd Prospectus evenzo goed geïnterpreteerd worden als de voorschriften in de Richtlijn. Dit lijkt te botsen met het doel van de Aanbeveling, namelijk het interpreteren van de Richtlijn makkelijker maken. Wat in ieder geval wel uit dit doel blijkt, is dat de Europese wetgever kennelijk constateerde dat de voorschriften in de Richtlijn erg 'open' waren en dat dit onwenselijk werd geacht.

In de Aanbeveling wordt geschreven dat de doelgroep van het Vereenvoudigd Prospectus de gemiddelde kleine belegger is.³⁷ Hieruit kan worden afgeleid dat de wetgever de niet-professionele belegger als gebruiker van het document zag. Echter, verder wordt er niets geschreven over wie een dergelijke gemiddelde kleine belegger is, wat diens informatiebehoeften zijn et cetera. Dit is opvallend, aangezien dit de personen zijn waarvoor het document begrijpelijk en duidelijk dient te zijn. Ook aan de begrijpelijkheid en duidelijkheid op zich, wordt slechts zeer

32. Aanbeveling van de Commissie van 27 april 2004, overweging 2.

33. Idem, overweging 1-3 en 9.

34. In de zin van art. 249 van de (destijds van toepassing zijnde) *Treaty establishing the European Community*.

35. Bijvoorbeeld Aanbeveling van de Commissie van 27 april 2004, onderdeel 1.4.3.

36. Idem, onderdeel 1.1.

37. Idem, overweging 1.

beperkt aandacht besteed.³⁸ Dit geldt eveneens voor het belang dat wordt gehecht aan korte en beknopte informatie. Hieraan wordt geen concrete invulling gegeven door bijvoorbeeld het aantal maximumpagina's voor te schrijven. Mogelijkerwijs hangt dit samen met het feit dat de Aanbeveling, evenals de Richtlijn, niet gebaseerd is op (evaluatie)onderzoek. Een andere mogelijkheid is dat de voorschriften het gevolg zijn van ingewikkelde onderhandelingen en aldus 'compromiswetgeving' betreft.

Het is een unicum dat de Europese wetgever nader onderzoek wenselijk achtte naar de wijze waarop door middel van een informatiedocument zo goed mogelijk aangesloten kan worden bij de wensen van beleggers. De wetgever schrijft hierover:³⁹

'Er moet meer zicht worden gekregen op de behoefte van beleggers aan productinformatie en grensoverschrijdende vergelijkbaarheid, mede in het licht van consumentenonderzoeken op de nationale markten, teneinde de totstandkoming van een echte, beleggersvriendelijke interne markt voor icbe's te bevorderen.'

Hoewel dit citaat ook een Europees en economisch belang laat doorschemeren, lijkt er toch een trend te zijn naar steeds meer aandacht voor de wijze waarop het informatiedocument daadwerkelijke effectief kan zijn voor de belegger. Ondanks dit voornemen, neemt de Europese wetgever hiertoe niet zelf de handschoen op. In plaats daarvan laat hij het aan de lidstaten over om op basis van de Aanbeveling maatregelen te nemen, dit te evalueren en hierover verslag uit te brengen aan de Commissie.⁴⁰ Op basis daarvan zou de Europese Commissie, naar eigen zeggen, zo nodig te zijner tijd overwegen om wettelijke maatregelen voor te stellen.⁴¹

2.2.4 *Het Key Investor Information Document (2009 en 2010)*

Enige tijd nadat het Vereenvoudigd Prospectus en de Aanbeveling het levenslicht zagen, heeft de Europese Commissie getracht om te achterhalen hoe effectief de Europese wetgeving met betrekking tot de icbe-markt was. In dat kader werd ook het functioneren van het Vereenvoudigd Prospectus geëvalueerd. Bij deze evalua-

38. Een uitzondering is bijvoorbeeld dat wordt geschreven dat een kwantitatieve risico-indicator de begrijpelijkheid van het risicoprofiel van een icbe kan bevorderen, Aanbeveling van de Commissie van 27 april 2004, overweging 6.

39. Aanbeveling van de Commissie van 27 april 2004, overweging 11.

40. Idem, overweging 11.

41. Idem.

tie werden diverse personen betrokken, expertgroeps opgericht, workshops georganiseerd en rapporten geschreven.⁴²

Hoewel verschillende documenten uiteenlopende waarnemingen bevatten, bleek er over het volgende wel overeenstemming. Er kwam naar voren dat de icbe-wetgeving niet optimaal functioneerde en dat het potentieel van de sector niet ten volle werd benut doordat fondsen een suboptimale omvang hadden.⁴³ Hierdoor werd onvoldoende geprofiteerd van schaalvoordelen, hetgeen uiteindelijk leidde tot lagere opbrengsten voor beleggers. Het oordeel over het Vereenvoudigd Prospectus was evenmin positief: het document was er niet in geslaagd om beleggers basisinformatie te verschaffen over de mogelijke risico's, kosten en het verwachte rendement van financiële producten. Hoewel de beschrijving van de problemen in ieder beleidsdocument enigszins verschillend is, werden er in hoofdzaak drie problemen genoemd:⁴⁴

- Het Vereenvoudigd Prospectus was te lang en te complex waardoor het slechts van beperkte waarde was voor beleggers. De informatie bleek namelijk vaak te moeilijk voor de gemiddelde retailbelegger en niet geschikt voor het (met name grensoverschrijdend) vergelijken van beleggingsfondsen.
- Door onvoldoende harmonisatie van de voorschriften was er sprake van *gold-plating*. De vereisten die lidstaten aan het Vereenvoudigd Prospectus stelden, gingen namelijk verder dan de voorschriften uit de Richtlijn. Hierdoor kostte het opstellen van het Vereenvoudigd Prospectus voor aanbieders van beleggingsfondsen veel tijd en geld.
- De Aanbeveling werd vrijwel niet in acht genomen vanwege het niet-juridisch bindende karakter.

De Europese Commissie concludeerde echter dat er ondanks deze tekortkomingen grote vraag bestond naar gestandaardiseerde informatie over fondsen.⁴⁵ Er werd daarom heil verwacht van de activiteiten om het Vereenvoudigd Prospectus weer op zijn kernfunctie toe te spitsen, te weten: het verstrekken van een beknopt en begrijpelijk overzicht van kosten, risico's en verwachte rendementen.⁴⁶ Dit leidde tot nieuwe regelgeving in 2009 en 2010, waarmee het Vereenvoudigd Prospectus werd vervangen door het zogeheten *Key Investor Information Document* (het KIID). In 2009 werd namelijk de nieuwe icbe-Richtlijn gepubliceerd, met daarin voor-

42. Zo verscheen er een Groenboek met een verslag van overleg met onder meer lidstaten en markt-deelnemers: Commissie van de Europese Gemeenschappen, *Groenboek over de verbetering van het EU-kader voor beleggingsfondsen*, Brussel 12 juli 2005 (COM(2005) 314 definitief) en een reactie van het Europees Parlement daarop: Europees Parlement 27 maart 2006 (Klinz-Verslag).

43. Commissie van de Europese Gemeenschappen 12 juli 2005, p. 3-4.

44. Zie bijvoorbeeld Commissie van de Europese Gemeenschappen, *Witboek*, 15 november 2006 en Commission of the European Communities, *Commission staff working document accompanying the White paper on enhancing the single market framework for investment funds, Impact Assessment*, SEC(2006) 1451, Brussel 15 november 2006, p. 6, 20 en 101.

45. Commissie van de Europese Gemeenschappen, *Witboek*, 15 november 2006.

46. Idem.

schriften voor het KIID.⁴⁷ Deze voorschriften werden nader uitgewerkt in Verordening 583/2010.⁴⁸ Het Comité van Europese effectenregelgevers (het CESR)⁴⁹ heeft vervolgens leidraden ontworpen die handvatten moeten bieden voor het opstellen van het document.

De doelen van het KIID verschillen al naar gelang het beleidsdocument dat geraadpleegd wordt.⁵⁰ Al met al blijken belangen van zowel beleggers als aanbieders te worden nagestreefd. Daarnaast nemen economische en Europese belangen ook een prominente plaats in. Voor beleggers dient het document de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van icbe's te vergroten. Voor opstellers zou het nieuwe document tot lagere administratieve lasten moeten leiden. Ook dient het document bij te dragen aan betere concurrentie en minder belemmeringen voor het grensoverschrijdend verhandelen van fondsen binnen de EU.

Met de nieuwe voorschriften werd standaardisatie nagestreefd.⁵¹ Dit streven is inderdaad terug te vinden in de voorschriften. Zo wordt gedetailleerd voorgeschreven welke informatie in het document moet worden opgenomen, evenals de titels van die informatieonderdelen en de maximale omvang van het document (namelijk maximaal drie pagina's van A4-formaat).⁵² Er worden zelfs diverse passages letterlijk voorgeschreven en ook de vormgeving en indeling van het document is voor alle documenten gelijk, waartoe een *template* diende bij te dragen.⁵³ Nieuw is, dat er diverse visuele weergaven in het document opgenomen moeten worden, zoals een synthetische indicator waarin het risico wordt weergegeven en een tabel met de kosten.⁵⁴ Ten aanzien van diverse aspecten, zoals vormgeving, begrijpelijk taalgebruik en de berekeningen die moeten worden uitgevoerd ten

-
47. Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (*PbEU* 2009, L 302/32), hierna: Richtlijn 2009/65/EG.
 48. Verordening (EU) Nr. 583/2010 van de Commissie van 1 juli 2010 tot uitvoering van Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft essentiële beleggersinformatie en de voorwaarden waaraan moet worden voldaan als de essentiële beleggersinformatie of het prospectus op een andere duurzame drager dan papier of via een website wordt verstrekt (*PbEU* 2010, L 176/1), hierna: Verordening 583/2010.
 49. The Committee of European Securities Regulators was een onafhankelijke commissie die onder meer advies gaf aan de Europese Commissie en inmiddels is vervangen door de European Securities and Markets Authority (ESMA).
 50. Commission of the European Communities, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)*, COM(2008) 458 final, Brussel: 16 juli 2008, p. 30, Commission of the European Communities 15 november 2006, p. 23, Richtlijn 2009/65/EG, overweging 59 en Verordening 583/2010, overweging 2 en 4.
 51. Commissie van de Europese Gemeenschappen, *Witboek*, 15 november 2006.
 52. Respectievelijk afdeling 3 tot en met 5, art. 6 en 37 Verordening 583/2010.
 53. Respectievelijk art. 4 lid 3 Verordening 583/2010 en CESR, *CESR's template for the Key Investor Information document. Guidelines*, 20 december 2010 (CESR/10-1321).
 54. Zie over de synthetische indicator art. 8 lid 2 en bijlage 1 bij Verordening 583/2010. Daarnaast bevat een van de leidraden van het CESR instructies voor het berekenen van de indicator, CESR 1 juli 2010 (CESR/10-673). Met betrekking tot het presenteren van de kosten in een tabel: art. 10 lid 1 en bijlage 2 bij Verordening 583/2010.

aanzien van de risico's en kosten, werden door het CESR leidraden opgesteld die handvatten moeten bieden bij het opstellen van het document.⁵⁵ Deze leidraden hebben overigens geen bindende kracht. Waar voordien begrippen als 'begrijpelijkheid' en 'duidelijkheid' niet werden toegelicht is daartoe nu in de Verordening en de leidraden wel een poging gedaan. Aan dergelijke open normen wordt namelijk invulling gegeven in onder meer de leidraden. Door de specifieke voorschriften is er bij het opstellen van het document weinig vrijheid voor de opsteller.

Het KIID moet worden opgesteld voor beleggers. Er wordt in de Richtlijn of de Verordening niet expliciet bepaald welke beleggers hiermee worden bedoeld, namelijk: particuliere en/of professionele beleggers. In strikte zin zou het document dus zowel voor particuliere als professionele beleggers opgesteld moeten worden. Desalniettemin zijn er aanwijzingen dat de doelgroep ervan alleen particuliere beleggers zijn.⁵⁶ In de literatuur wordt gesteld dat er sinds de introductie van het Key Investor Information Document, afstand wordt gedaan van de rationele belegger.⁵⁷ Dit lijkt een discutabele stelling. Er zijn diverse argumenten ten faveure van deze stelling aan te voeren. Zo wordt er diverse malen geschreven over de wijze van presentatie die voor consumenten het meest geschikt of begrijpelijk is.⁵⁸ In de tweede plaats is het de eerste keer dat het informatiedocument voorafgaand aan de introductie is getest. In dit onderzoek werd bestudeerd welke presentatievorm van informatieonderdelen het beste werd begrepen en gewaardeerd door beleggers.⁵⁹ Hiertoe zijn diverse varianten aan consumenten voorgelegd (zie over dit rapport uitgebreider hoofdstuk 7). Dit is eveneens een aanwijzing dat de wetgever heeft getracht om de voorschriften zo goed mogelijk aan te laten sluiten bij de belegger en diens voorkeuren. Anderzijds is de stelling verdedigbaar dat de wetgever een rationele belegger op het oog heeft. Er wordt namelijk geschreven dat het document tot doel heeft om beleggers te helpen om met kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen.⁶⁰ Daarbij ligt de nadruk op de ratio, namelijk een beslissing nemen op basis van hetgeen de belegger weet over het financiële product.

Met de nieuwe regelgeving werd, evenals met de vorige Richtlijn, harmonisatie beoogd. Dit komt met name tot uitdrukking in het feit dat uitvoeringswetgeving werd neergelegd in een Verordening. De Europese wetgever achtte het voorschrijven van gedetailleerde regels door middel van een Verordening, welke recht-

55. Onder andere CESR, *CESR's guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Information Document*, 1 juli 2010 (CESR/10-674) en CESR, *CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document*, 1 juli 2010 (CESR/10-673).

56. Dit blijkt bijvoorbeeld uit Commission of the European Communities, p. 100, Richtlijn 2009/65/EG, overweging 59 en art. 78 lid 5, tweede zin Richtlijn 2009/65/EG.

57. Moloney 2010, p. 290.

58. Bijvoorbeeld in art. 78 lid 5 Richtlijn 2009/65/EG.

59. IFF Research & YouGov, *UCITS Disclosure Testing Research Report*, juni 2009.

60. Richtlijn 2009/65/EG, overweging 59.

streeks van toepassing is in de lidstaten, wenselijk.⁶¹ Alleen deze vorm van wetgeving zou volgens de wetgever kunnen garanderen dat de inhoud van het document werd geharmoniseerd.⁶² Wanneer de vereisten voor het document in alle lidstaten identiek zijn, dan zou dit volgens de Europese wetgever bovendien de efficiëntie van het document ten goede komen.⁶³ Eveneens zou het een adequate beleggersbescherming en vergelijkbaarheid garanderen.⁶⁴ Verder werd verwacht dat alle partijen gebaat zijn bij harmonisatie, aangezien het de informatie over investeringskansen op de markt voor icbe's consistent en vergelijkbaar maakt.⁶⁵ De leidraden die werden opgesteld door het CESR en die tot doel hadden om opstellers van het document duidelijkheid te verschaffen over de wijze waarop de voorschriften geïmplementeerd dienen te worden, hadden overigens geen bindende kracht en lijken daardoor in zekere zin te botsen met het streven naar harmonisatie.⁶⁶

2.2.5 *Het Key Information Document (2018)*

Vanaf 2018 bestaat er naast het Prospectus en het Key Investor Information Document een zogeheten *Key Information Document* (KID) voor *Packaged Retail Investment and Insurance Products* (PRIIPs). PRIIPs zijn verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten.⁶⁷ De aanleiding voor het korte pre-contractuele document voor deze producten was drieledig:⁶⁸

- Veel PRIIPs waarvoor een document opgesteld moest worden, hadden hetzelfde (economische) doel maar waren op een verschillende manier (juridisch) vormgegeven. Dit werd met name problematisch geacht vanwege de wildgroei aan soorten producten.

61. Verordening 583/2010, overweging 2.

62. Idem.

63. Idem.

64. Richtlijn 2009/65/EG, overweging 59.

65. Verordening 583/2010, overweging 2.

66. Hoewel het aanvankelijk wel de bedoeling was dat het bindende voorschriften zouden zijn, aangezien de *European Securities and Markets Authority* (ESMA, de opvolger van het CESR) de bevoegdheid heeft om bindende technische standaarden op te stellen. Deze kunnen vervolgens bekrachtigd worden door de Europese Commissie en zijn dan direct toepasbaar in de lidstaten van de EU. Echter, de ESMA heeft in het kader van het KIID nog geen gebruik van deze bevoegdheid.

67. Art. 4 Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP's), (*PbEU* 2014, L 352), hierna: Verordening 1286/2014. Zie over deze producten uitgebreid de toelichting op de terminologie in paragraaf 1.6.

68. Een mooi overzicht van deze problemen wordt geboden in European Commission, *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products*, COM(2012) 187 final, p. 13 en 14.

- Er was een lappendeken van regelgeving omdat op vrijwel alle financiële producten Europese en nationale regelgeving inzake productinformatie van toepassing was. Deze regels verschilden echter per economische sector.
- De bestaande regelgeving, met name met betrekking tot het KIID, bleek inconsistent en niet effectief om de informatieasymmetrie tussen consumenten en aanbieders van financiële producten te verkleinen.

Meer in het bijzonder bestonden er drie problemen met productinformatie.⁶⁹ Allereerst bleek de productinformatie die aanbieders van deze specifieke beleggingsproducten verschaffen vaak moeilijk te begrijpen voor de niet-professionele belegger. Deze informatie was namelijk in veel gevallen te lang, bevatte te veel informatie en jargon, was onaantrekkelijk en verwarrend gepresenteerd en soms eenzijdig of misleidend. In de tweede plaats was de productinformatie vaak niet vergelijkbaar. Door de verschillen in regelgeving bestonden er vaak ook verschillen tussen informatiedocumenten. Tot slot werd informatie soms niet tijdig aan de consument verschaft of beschikbaar gesteld, waardoor het niet betrokken kon worden in het besluitvormingsproces van de belegger. Al met al hadden deze problemen diverse ongewenste consequenties op micro- en macroniveau. Zo werden beleggers benadeeld omdat zij producten kochten die niet geschikt voor hen waren. Daarnaast bestonden er ongelijke concurrentievoorwaarden tussen sectoren en werd de verdere ontwikkeling van de interne markt belemmerd.

Over de precieze doelen van het informatiedocument bestaat enige onduidelijkheid doordat deze deels verschillen per beleidsdocument. Volgens de Verordening heeft het KID het volgende doel: ‘...een betere bescherming van de retailbeleggers en een groter vertrouwen van deze beleggers in PRIIPs met inbegrip van de grensoverschrijdende verhandeling van deze producten...’.⁷⁰ In het *Impact Assessment* wordt uitgebreider ingegaan op de doelen.⁷¹ Hier wordt onderscheid gemaakt tussen algemene en specifieke doelen enerzijds en operationele doelen anderzijds. Het algemene doel komt in grote lijnen overeen met het reeds vermelde doel in de Verordening, namelijk bereiken dat a) consumenten minder ongeschikte producten aanschaffen en b) dat gelijkere regelgeving voor verschillende soorten producten bijdraagt aan een eengemaakte markt. Daarnaast worden er echter eveneens diverse specifieke en operationele doelen genoemd, zoals: beter begrijpelijke informatie, verbeteren van de vergelijkbaarheid van producten door informatie, verzekeren dat informatie op het juiste moment in het aankoopproces wordt verschaft en meer consistente regelgeving.

Het Key Information Document is in hoge mate gestandaardiseerd. De voorschriften zijn namelijk erg gedetailleerd en hebben bovendien bindende kracht. Dit

69. Europese Commissie, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products*, COM(2012) 352 final.

70. Verordening 1286/2014, overweging 40.

71. European Commission 3 juli 2012 (COM(2012) 187 final), p. 26-27.

komt onder meer door de technische standaarden waarmee onder andere invulling wordt gegeven aan de presentatie en de inhoud van het document. Daarnaast heeft de Europese Commissie tevens niet-juridisch bindende *Guidelines* ontworpen die de implementatie en naleving van de PRIIPs-Verordening moesten vergemakkelijken en interpretatieverschillen in de EU dienden te voorkomen.⁷² De informatieonderdelen, titels en de informatie die in het KID moeten worden opgenomen, worden zeer gedetailleerd voorgeschreven.⁷³ Dit geldt ook voor het maximumaantal pagina's en de lay-out van het document, zoals het kleurgebruik en visuele aspecten.⁷⁴ De Verordening bevat bovendien diverse standaardteksten die letterlijk in het KID opgenomen moeten worden.⁷⁵ Zelfs vele onduidelijke en vage begrippen worden geconcretiseerd.⁷⁶ Al met al is er dus voor de opsteller van het KID vrijwel geen vrijheid voor eigen inbreng bij het opstellen van het document.⁷⁷

De nieuwe bepalingen zijn, meer nog dan de voorgaande regelgeving, gericht op de belegger. De beleggers staat zelfs al in de eerste overweging bij de Verordening centraal. De wetgever laat er geen gras over groeien dat hij de consument als doelgroep van het document ziet.⁷⁸ Volgens de wetgever dienen consumenten te beschikken over de nodige informatie om een doordachte beleggingsbeslissing te nemen en om verschillende PRIIPs te vergelijken.⁷⁹ Hoewel dit enige mate van rationaliteit aan de zijde van de belegger veronderstelt, onderkent de wetgever ook dat het gedrag van de belegger soms irrationeel is, hoewel niet wordt toegelicht wat hiermee precies wordt bedoeld. Illustratief is in dit verband dat er een waarschuwing in het KID moet worden opgenomen als het een moeilijk te begrijpen beleggingsproduct betreft.⁸⁰ Dit is volgens de EU-wetgever bijvoorbeeld het geval als de uitbetaling van de belegging de irrationele gedragspatronen van de gebruiker benut.⁸¹ Er wordt aldus enigszins rekening gehouden met irrationeel gedrag van de belegger. Hoewel er rekening wordt gehouden met de belegger, is dit

72. Mededeling van de Commissie. Richtsnoeren inzake de toepassing van Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIPs) (2017/C 218/02), (PbEU 2017, C 218/11), overweging 3. Deze Guidelines zijn echter voor de standaardisatie van geringe betekenis, aangezien de voorschriften in de Verordening al zeer gedetailleerd zijn. Het betreft derhalve vooral een nadere toelichting van enkele begrippen (zoals PRIIPs) uit de Verordening.

73. Art. 8 Verordening 1286/2014.

74. Onder andere art. 6 lid 4 Verordening 1286/2014.

75. Bijvoorbeeld art. 8 lid 2 Verordening 1286/2014.

76. Bijvoorbeeld overweging 18 bij Verordening 1286/2014.

77. Behalve dan bijvoorbeeld bij de formulering van bepaalde teksten en welk logo van de financiële instelling in het KID wordt opgenomen. Echter zelfs hieraan worden nog eisen gesteld zoals wat betreft het taalgebruik en de grootte en zichtbaarheid van het logo.

78. Zie bijvoorbeeld Verordening 1286/2014, overweging 26.

79. Verordening 1286/2014, overweging 15.

80. Art. 8 lid 3 sub b Verordening 1286/2014.

81. Verordening 1286/2014, overweging 18. Hiermee wordt vermoedelijk de consument bedoeld. Wat de Europese Commissie onder 'irrationele gedragspatronen' verstaat wordt overigens niet uitgewerkt.

slechts op bescheiden wijze het geval. Er wordt bijvoorbeeld niet ingegaan op de verschillen die er tussen beleggers bestaan, iets wat zeker relevant zou kunnen zijn voor een document dat in heel Europa opgesteld moet worden (zie hierover uitgebreider hoofdstuk 7 waar wordt geschreven over de verschillen tussen de beleggers van de lidstaten van de EU). Vooralsnog worden al deze beleggers echter over één kam geschoren.

In de Verordening wordt veelvuldig de koppeling gemaakt tussen de keuze voor bepaalde regelgeving (bijvoorbeeld standaardisatie en een kort document) en de wens om beter aan te sluiten bij hetgeen toegankelijk en geschikt is voor consumenten.⁸² Hiernaar is bovendien onderzoek gedaan voordat de toezichthouders de technische standaarden ontwierpen.⁸³ Het onderzoek vertoont veel overeenkomsten met het reeds genoemde onderzoek dat voorafgaand aan de introductie van het Key Investor Information Document is verricht.⁸⁴ In het onderzoek met betrekking tot het KID is echter niet alleen bestudeerd welke variant volgens beleggers de voorkeur verdient en welke zij het beste begrijpen, maar is eveneens aandacht besteed aan de wijze van presenteren die hen het beste in staat stelt om kenmerken van producten met elkaar te vergelijken. Hoewel dit een stap in de goede richting lijkt in het daadwerkelijk behalen van de doelen van het KID, mag het opvallend heten dat niet werd getest welke presentatievorm beleggers het beste helpt bij het nemen van een beslissing. Daarnaast wordt er niets geschreven over hetgeen in de literatuur bekend is over de manier waarop beleggers het beste geïnformeerd kunnen worden, welke factoren een beslissing beïnvloeden et cetera. In de aanloop naar de Verordening heeft de Europese Commissie overigens wel uitvoerig overleg gevoerd met onder meer consumentenorganisaties, vertegenwoordigers van de financiële sector en financiële toezichthouders. Daarnaast dient er volgens de Europese Commissie vier jaar na inwerkingtreding van de Verordening een evaluatie plaats te vinden om zodoende rekening te kunnen houden met marktontwikkelingen, zoals de opkomst van nieuwe soorten PRIIPs, ontwikkelingen op andere gebieden van het Unierecht en de ervaringen van de lidstaten.⁸⁵ Daarnaast moet in dat onderzoek nagegaan worden in hoeverre 'de gemiddelde consument' PRIIPs beter begrijpt en of deze producten beter vergelijkbaar zijn geworden. Voor 31 december 2018 dient de Commissie eveneens de PRIIPs-Verordening te evalueren op grond van artikel 33 van de Verordening.

Ondanks het feit dat er met de voorgaande Richtlijnen en Verordening harmonisatie werd nagestreefd, blijkt dit niet het gewenste effect te hebben gehad. Dit was immers voor de Europese wetgever een belangrijke reden om de PRIIPs-Verordening te introduceren. De wetgever licht toe dat hij expliciet kiest voor een Verordening omdat daarmee de voorschriften betreffende het KID rechtstreeks van

82. Zie bijvoorbeeld Verordening 1286/2014, overweging 17.

83. European Commission 2015.

84. IFF Research en YouGov 2009.

85. Verordening 1286/2014, overweging 36.

toepassing zijn in de lidstaten.⁸⁶ Er is aldus sprake van harmonisatie tussen lidstaten. Ook de gepubliceerde Guidelines dienen interpretatieverschillen van de Verordening in de EU te voorkomen en daarmee bij te dragen aan harmonisatie.⁸⁷ Daarnaast is harmonisatie nagestreefd doordat het KID moet worden opgesteld voor een brede categorie producten, namelijk PRIIPs. Het uitwerken van de voorschriften in technische reguleringsnormen diende eveneens de harmonisatie ten goede te komen.⁸⁸ Desalniettemin laat de Verordening het recht van de lidstaten onverlet om regelgeving vast te stellen voor het geven van essentiële informatie over producten die buiten het toepassingsgebied ervan vallen.⁸⁹

2.3 SCHEMATISCHE SAMENVATTING VAN BELEIDSTHEORIE PER DOCUMENT EN TOELICHTING

2.3.1 *Schema beleidstheorieën Europa*

1985: Prospectus

Aanleidingen	<p>Aanleidingen voor Richtlijn en daarmee voor Prospectus:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Uiteenlopende wettelijke regelingen van lidstaten voor icbe's. – Deze verschillen leiden tot verstoring van de mededingingsverhoudingen tussen icbe's en ongelijkwaardige bescherming van deelnemers.
Doelen	<ul style="list-style-type: none"> – Hoofddoel: coördineren van nationale regels voor icbe's. Daarmee werden drie dingen beoogd: <ol style="list-style-type: none"> 1. Gelijkere mededingingsverhoudingen voor icbe's. 2. Doeltreffender en meer uniforme bescherming van deelnemers. 3. Makkelijkere grensoverschrijdende verhandeling van icbe's.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Weinig voorschriften. – Weinig standaardisatie. – Veel open normen. – Sterk gericht op de inhoud van het Prospectus. – <i>Hard law</i>.
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – Hierover wordt niets geschreven. – Onduidelijk of een consument of professionele belegger wordt beoogd. – Wetgever lijkt uit te gaan van rationele belegger want Prospectus moet de belegger helpen een verantwoord oordeel te vormen over een product.

86. Idem, overweging 4.

87. Mededeling van de Commissie. Richtsnoeren inzake de toepassing van Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIPs) (2017/C 218/02), (*PbEU* 2017, C 218/11), overweging 3.

88. Idem, overweging 17.

89. Idem, overweging 8.

Evaluatieonderzoek	Nee (in ieder geval niet kenbaar gedaan).
Harmonisering	Richtlijn: minimumharmonisatie (moest door lidstaten omgezet worden in nationale regelgeving, verschillen tussen lidstaten waren dus mogelijk). Opvallend want wetgever beoogde coördinatie van regels voor icbe's.

2004: Vereenvoudigd Prospectus

Aanleidingen	<ul style="list-style-type: none"> – I.v.m. de ontwikkeling van informatietechnieken werd herziening van voorschriften over informatieverstrekking wenselijk geacht. – Wetgever wilde beleggers beter beschermen door duidelijke, bevattelijke en relevante informatie.
Doelen	– Informeren.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Weinig voorschriften. – Opsomming van onderwerpen is de enige standaardisering. – Veel open normen. – <i>Hard law</i>. – Wens van wetgever dat het onder andere een begrijpelijk en kort document moet zijn, wordt niet vertaald in regelgeving.
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – Document moest geschikt zijn voor een 'gemiddelde belegger'. Toelichting hierop ontbreekt. – Wetgever wil met het document wel aansluiten bij de behoeften van beleggers.
Evaluatieonderzoek	Nee (in ieder geval niet kenbaar gedaan).
Harmonisering	Richtlijn: minimumharmonisatie. Verschil met vorige Richtlijn: lidstaten van ontvangst mogen ten aanzien van het Vereenvoudigd Prospectus geen aanvullingen of wijzigingen van de icbe verlangen, op een vertaling van het document na.

27 april 2004: Aanbeveling bij het Vereenvoudigd Prospectus

Aanleidingen	Wetgever wilde toelichting geven op wat er in de Richtlijn stond over het Vereenvoudigd Prospectus.
Doelen	<p>Doelen van het Vereenvoudigd Prospectus volgens de Aanbeveling:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Informeren. – Grensoverschrijdende handel van icbe's vergemakkelijken. <p>Hoofddoel van de Aanbeveling: toelichting geven op de Richtlijn en daarmee:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Standaardisatie. – Harmonisatie. – Bijdragen aan doelen van het Vereenvoudigd Prospectus. – Beleggersbescherming. – Consumentenvertrouwen.
Regelgeving	– Relatief uitgebreid (vijftien pagina's).

	<ul style="list-style-type: none"> – Standaardisatie wordt nagestreefd maar wordt alleen bereikt met standaardberekeningen. Op andere punten iets concretere voorschriften maar nog steeds weinig concreet en veel open normen. – <i>Soft law</i> (lijkt in ieder geval te botsen met de doelen 'harmonisering' en 'standaardisering').
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – 'Gemiddelde kleine belegger'. Toelichting hierop ontbreekt.
Evaluatieonderzoek	Nee (in ieder geval niet kenbaar gedaan). Wetgever spreekt wel uit dat hij meer zicht wil krijgen op de behoefte van beleggers door middel van consumentenonderzoek. Op basis van dergelijk nationaal onderzoek zou de Commissie zo nodig wetgeving ontwerpen.
Harmonisering	Wel beoogd. Twijfelachtig of een niet-juridisch bindend document hiervoor de aangewezen vorm is.

2009 en 2010: icbe-Richtlijn en icbe-Verordening en CESR-leidraden: Key Investor Information Document

Aanleidingen	<ul style="list-style-type: none"> – Icbe-wetgeving functioneerde niet optimaal en het potentieel van de sector werd niet ten volle benut doordat fondsen een suboptimale omvang hadden. Hierdoor werd er onvoldoende geprofiteerd van schaalvoordelen. – Vereenvoudigd Prospectus verschaftte beleggers niet de informatie die zij nodig hadden, er bestonden daarvoor grofweg drie oorzaken: <ol style="list-style-type: none"> 1. Het was te lang en te moeilijk. 2. Door onvoldoende harmonisatie was er sprake van <i>gold-plating</i>. 3. De Aanbeveling werd niet in acht genomen doordat het juridisch niet-bindend was. <p>Aanleiding CESR-leidraden: wens om handvatten te bieden voor het opstellen van het KIID.</p>
Doelen	<p>Wetgever wilde het Vereenvoudigd Prospectus weer op zijn kernfunctie toespitsen: begrijpelijke en beknopte informatie verschaffen. Doelen van het KIID verschillen per document, namelijk zowel belang van beleggers, aanbieders, Europa als economie:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Beleggers: begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid icbe's verbeteren. – Aanbieders: lagere administratieve lasten. – Economie/Europa: betere concurrentie en minder belemmeringen van grensoverschrijdende handel icbe's binnen EU. <p>CESR-leidraden (zie aanleidingen): opstellers van het KIID duidelijkheid verschaffen over implementatie van voorschriften Richtlijn en Verordening.</p>
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Groot aantal voorschriften (de hele Verordening was van toepassing op het KIID).

	<ul style="list-style-type: none"> – In hoge mate gestandaardiseerd (onder andere standaardteksten, visuele weergaven, vaste opbouw, maximumomvang en een <i>template</i>). – Richtlijn en Verordening: <i>hard law</i>. – CESR-leidraden zijn juridisch niet bindend (<i>soft law</i>) maar vullen open normen, zoals 'begrijpelijkheid', in en geven invulling aan voorschriften uit Richtlijn en Verordening.
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – Aanwijzingen dat wetgever consumenten beoogt, maar verder geen toelichting. Hierdoor twijfelachtig of wetgever een rationele of minder rationele belegger op het oog heeft. – Wel getracht om aan te sluiten bij behoeften van beleggers (zie bij 'evaluatieonderzoek'). – Wetgever lijkt particuliere belegger op het oog te hebben, maar schrijft dit niet met zoveel woorden (moet indirect afgeleid worden).
Evaluatieonderzoek	<ul style="list-style-type: none"> – Achterhalen hoe effectief de Europese icbe-wetgeving was en in dat kader ook het Vereenvoudigd Prospectus. Onder andere door workshops, expertgroepen en rapporten. De problemen die naar voren kwamen, vormden aanleiding voor de nieuwe voorschriften. – Wetgever heeft het begrip en de waardering van diverse presentatievormen van informatieonderdelen van het KIID voorafgaand aan introductie getest onder consumenten.
Harmonisering	<p>De wetgever beoogde harmonisatie en de keuze voor een Verordening moest dit garanderen. Verwacht werd dat dit de efficiëntie van het KIID zou bevorderen, evenals beleggersbescherming en vergelijkbaarheid.</p>

2018: PRIIPs-Verordening: introductie van het KID (evenals Guidelines)

Aanleidingen	<p>Algemene problemen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Verschillende juridische eisen voor producten met eenzelfde economisch doel. – Lappendeken van regelgeving. – Regelgeving was te inconsistent en niet effectief om de informatie-asymmetrie tussen consumenten en aanbieders van financiële producten te verkleinen. <p>Problemen met productinformatie:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Vaak te moeilijk en andere gebreken. – Vaak niet vergelijkbaar. – Soms niet tijdig aan consumenten verschaft. <p>Gevolgen hiervan: benadeelde beleggers, ongelijke concurrentievoorwaarden tussen sectoren en belemmering ontwikkeling interne markt.</p>
---------------------	---

Doelen	Doelen verschillen per beleidsdocument. Verordening: beschermen beleggers, meer beleggersvertrouwen, toename grensoverschrijdende verhandeling PRIIPs.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Veel voorschriften. – Hoge mate van standaardisatie. – <i>Hard law</i>. – Door middel van bindende technische standaarden invulling geven aan onder andere presentatie en inhoud document. – De meeste onduidelijke voorschriften en open normen worden geconcretiseerd, onder andere door niet-juridisch bindende Guidelines.
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – Retailbelegger is doelgroep. – Enige mate van rationaliteit wordt verondersteld, maar wetgever erkent dat het gedrag van de belegger niet altijd rationeel is (onder andere begripelijkheidswaarschuwing). Echter, onduidelijk wat de wetgever onder rationeel en irrationeel verstaat. – Retailbelegger is doelgroep.
Evaluatieonderzoek	<ul style="list-style-type: none"> – Onderzoek voorafgaand aan de introductie van het KID naar welke variant de voorkeur verdient van beleggers, welke het meest begrijpelijk is en welke hen het beste in staat stelt tot vergelijken. Niet getest wat invloed is op beslissing. – Wetgever kondigt evaluatieonderzoek vier jaar na inwerkingtreding Verordening aan.
Harmonisering	<p>Harmonisatie werd nagestreefd. Vindt zijn weerslag in keuze voor Verordening waarmee bepalingen m.b.t. het KID rechtstreeks van toepassing zijn in de lidstaten (harmonisatie van het recht in de lidstaten) en de Guidelines.</p> <p>Ook harmonisatie van producten doordat het KID moet worden verstrekt voor allerlei soorten producten als zij maar onder de PRIIPs-definitie vallen.</p> <p>Anderzijds, het KIID voor icbe's blijft bestaan en dat komt harmonisering van producten niet ten goede.</p>

2.3.2 Toelichting per beleidsaspect

2.3.2.1 Aanleidingen

Kenmerkend voor de Europese informatiedocumenten is dat de aanleidingen veelal gerelateerd zijn aan beleggersbescherming en aan Europese en economische belangen. Zo was de aanleiding voor het in 1985 geïntroduceerde Prospectus, dat wettelijke regelingen voor icbe's verschilden per lidstaat. Dit had ongewenste gevolgen voor de mededinging tussen icbe's en leidde tot ongelijkwaardige bescherming. Meer dan 20 jaar later, in 2004, was onder meer de ontwikkeling van informatietechnieken een reden om de voorschriften met betrekking tot informatieverstrekking te herzien. De introductie van het Vereenvoudigd Prospectus was het gevolg. De belegger kwam gaandeweg meer in beeld. De Europese wetgever achtte

het namelijk van belang dat beleggers beter werden beschermd door duidelijke, bevattelijke en relevante informatie. Ook wilde de wetgever sindsdien de opsteller helpen bij het ontwerpen van het document door een toelichting te geven op de voorschriften uit de Richtlijn. Hiertoe werd in 2004 eveneens een Aanbeveling gepubliceerd. Echter, in 2009 bleek de icbe-wetgeving nog steeds niet goed te functioneren. Ook kwamen er specifieke problemen met betrekking tot het Vereenvoudigd Prospectus naar voren. Deze was in de eerste plaats vaak te lang en te moeilijk. Daarnaast leidde onvoldoende harmonisatie tot *gold-plating*.⁹⁰ Tevens kwam boven water dat de Aanbeveling onvoldoende in acht werd genomen omdat die niet-juridisch bindend was. Het KIID werd vervolgens geïntroduceerd en wederom achtte de wetgever het bieden van handvatten voor het opstellen van het nieuwe korte precontractuele document wenselijk. Daartoe werden leidraden ontwikkeld door het CESR. Het meest recent is de introductie van het KID. Een groot deel van de aanleidingen voor dit document was gerelateerd aan gebrekkige regelgeving. Zo bestonden er verschillende juridische eisen voor producten met hetzelfde economische doel, was er een lappendeken van regelgeving en werd de regelgeving niet consistent en effectief genoeg geacht om de informatieasymmetrie tussen consumenten en aanbieders van financiële producten te verkleinen. Meer in het bijzonder bestonden er problemen met productinformatie op het gebied van begrijpelijkheid, vergelijkbaarheid en tijdige verschaffing ervan aan consumenten. Deze problemen zorgden volgens de wetgever voor benadeling van beleggers, ongelijke concurrentievoorwaarden tussen sectoren en belemmerden de ontwikkeling van een interne markt.

2.3.2.2 Doelen

De doelen van de Europese documenten zijn gericht op beleggersbescherming, belangen van aanbieders (zoals lastenvermindering) en economische en Europese belangen, waaronder het bevorderen van een interne Europese markt.

Bij de introductie van het Prospectus in 1985 ontbrak de beleidstheorie die daaraan ten grondslag lag. Er werd alleen in het algemeen geschreven over de aanleidingen en doelen van de Richtlijn, zonder dat er in het bijzonder werd ingegaan op het Prospectus. De Richtlijn waarvan het Prospectus onderdeel uitmaakt, had met name een Europees en economisch doel. Het lijkt erop dat beleggersbescherming voornamelijk werd gezien als een instrument om economische en Europese doelen te bereiken, niet zozeer als een doel op zich.

Waar de beleidstheorie in 1985 nog geheel afwezig was, nam de toelichting op nieuwe voorschriften voor informatiedocumenten in de loop van de jaren toe. Zo schrijft de wetgever in 2004 over het Vereenvoudigd Prospectus dat dit document tot doel heeft om beleggers te informeren. Het vergelijken van producten wordt

90. Lidstaten die aanvullende of strengere voorschriften ontwierpen waardoor er verschillen tussen lidstaten ontstonden.

niet genoemd. Dit is opvallend, aangezien hierna zal blijken dat dit in Engeland, Nederland en Duitsland vaak ook een van de hoofddoelen van een informatiedocument is. Ook in de Aanbeveling werd ingegaan op de doelen van het Vereenvoudigd Prospectus. Daarbij wordt naast het informeren van beleggers ook het vergemakkelijken van de grensoverschrijdende handel als doel vermeld. In de Richtlijn en de Aanbeveling worden dus verschillende doelen van het Vereenvoudigd Prospectus genoemd. Met de Aanbeveling beoogde de wetgever overigens een toelichting te geven op de Richtlijn. Dit moest vervolgens bijdragen aan standaardisatie, harmonisatie, beleggersbescherming, consumentenvertrouwen en het bereiken van de doelen van het Vereenvoudigd Prospectus.

In 2009 wilde de Europese wetgever het Vereenvoudigd Prospectus weer op zijn kernfunctie toespitsen, namelijk het verschaffen van begrijpelijke en beknopte informatie. De doelen die worden geformuleerd, verschillen wederom al naar gelang het beleidsdocument dat geraadpleegd wordt. Voor beleggers zou het de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van icbe's moeten vergroten. Aanbieders zouden een verlaging van de administratieve lasten kunnen verwachten. Daarnaast moest het nieuwe document leiden tot betere concurrentie en minder belemmeringen bij de grensoverschrijdende handel van icbe's binnen de EU. Leidraden zouden de opstellers van het document duidelijkheid moeten verschaffen over de wijze waarop de voorschriften uit de Richtlijn en de Verordening geïmplementeerd dienen te worden.

De doelen die volgens de wetgever met het in 2018 geïntroduceerde KID worden nagestreefd verschillen eveneens per beleidsdocument. Zo worden in de Verordening de volgende doelen genoemd: beschermen van beleggers, bevorderen van beleggersvertrouwen en grensoverschrijdende verhandeling van PRIIPs. In het *Impact Assessment* bij de Verordening wordt een onderscheid gemaakt tussen algemene doelen, specifieke doelen en operationele doelen. Hierbij worden ook diverse 'kleinere' doelen genoemd. Het voert te ver om deze hier allemaal te noemen.

2.3.2.3 Regelgeving

De ontwikkeling van regelgeving op Europees niveau kan als volgt worden weergegeven: van weinig voorschriften naar veel voorschriften, van algemene voorschriften naar een hoge mate van standaardisatie, van alleen aandacht voor de inhoud naar eveneens aandacht voor vormgevingsaspecten, van veel open normen naar invulling van open normen in zowel bindende als niet-bindende voorschriften en van Richtlijnen naar Verordeningen die rechtstreeks van toepassing zijn in de lidstaten. Hieronder volgt een korte toelichting op deze ontwikkeling.

Ten tijde van de introductie van het Prospectus, waren er slechts weinig voorschriften op dit document van toepassing. In de voorschriften die bestonden, waren bovendien veel open normen opgenomen. Al met al leidde dit tot weinig standaardisatie en veel vrijheid voor de opsteller van het document. De Richtlijn schreef namelijk alleen een groot aantal onderwerpen voor waarover in ieder geval

informatie in het Prospectus opgenomen moest worden. Dit betroffen met name praktische gegevens. De Richtlijn was juridisch bindend maar lidstaten waren bevoegd om strengere regels te ontwerpen.

In 2004 was nog steeds de enige vorm van standaardisering dat werd voorgeschreven welke onderwerpen in het Vereenvoudigd Prospectus opgenomen moesten worden. De wetgever benadrukte diverse malen het belang van duidelijkheid en begrijpelijkheid, maar dit werd niet vertaald in wetgeving. Wellicht komt dit doordat er geen evaluatieonderzoek is verricht naar wat beleggers bijvoorbeeld begrijpelijk vinden. Het was hierdoor misschien simpelweg onbekend wat voor hen begrijpelijk is. Mogelijk was ook het bereiken van overeenstemming problematisch of was er sprake van lobbying. Wederom bevatte de Richtlijn veel open normen. De juridisch bindende voorschriften in de Richtlijn werden aangevuld met *soft law* in de vorm van een Aanbeveling. Hiermee werd standaardisatie nagestreefd. Deze standaardisatie lijkt met name vertaald te zijn in het voorschrijven van standaardberekeningen. Op andere punten bevat de Aanbeveling iets concretere bepalingen dan de Richtlijn, hoewel het nog steeds weinig concrete voorschriften zijn waarin veel open normen zijn opgenomen. Deze 'soft law' uitwerking in een Aanbeveling botst met een aantal doelen van de Aanbeveling, namelijk 'harmonisering' en 'standaardisering'. Naleving van de voorschriften kon immers niet juridisch afgedwongen worden.

Hoewel er in 2004 reeds een omslag geconstateerd kan worden in het verlangen van de wetgever naar standaardisering, lijkt deze wens pas vanaf 2009 vertaald te worden in de icbe-Richtlijn en icbe-Verordening. De voorschriften voor het informatiedocument waren vanaf dat moment in hoge mate gestandaardiseerd. Zo worden standaardteksten voorgeschreven en dient het document te worden opgesteld volgens een *template*. Ook moeten er diverse visuele weergaven in het document opgenomen worden. De Richtlijn en de Verordening bevatten een groot aantal bepalingen die op het document van toepassing zijn. Daarnaast werden er CESR⁹¹-leidraden ontworpen die de voorschriften toelichten en invulling geven aan open normen. De leidraden kunnen worden gezien als een poging om handen en voeten te geven aan de wens dat het een begrijpelijk document moet zijn. Zo bevatten de leidraden onder andere suggesties voor taalgebruik en lettertype. Deze leidraden waren echter, in tegenstelling tot de Richtlijn en de Verordening, niet-juridisch bindend.

Ook het KID is in vergaande mate gestandaardiseerd. Wederom zijn er zeer veel voorschriften van toepassing op dit document. Door middel van technische standaarden wordt invulling gegeven aan onder meer de presentatie en de inhoud ervan. Deze technische standaarden zijn inmiddels juridisch bindend en opgenomen in de Verordening. Een groot aantal normen wordt hierdoor geconcretiseerd.

91. Het CESR is *the Committee of European Securities Regulators*.

Tevens dienden niet-juridisch bindende Guidelines de interpretatie van de Verordening ten goede te komen.

2.3.2.4 *Belegger*

Het beeld dat de Europese wetgever van de doelgroep van het document had was aanvankelijk onbekend omdat hieraan geen aandacht werd besteed. In de loop van de tijd ontstaat het beeld van een rationele belegger en vervolgens wordt, mogelijk ten gevolge van de resultaten van evaluatieonderzoeken, steeds meer getracht om aan te sluiten bij de behoeften van beleggers en wordt erkend dat een belegger irrationeel gedrag kan vertonen. Er wordt overigens bij de introductie van een informatiedocument altijd een zekere mate van rationaliteit verondersteld, aangezien het document moet helpen om beleggers meer inzicht te geven in één of meerdere financiële producten. Rationaliteit en enige mate van inspanning zijn hiervoor vereist.

Bij de introductie van het Prospectus in 1985 schreef de wetgever aanvankelijk niets over de belegger. Hierdoor is het onbekend of de wetgever uitging van een consument of een professionele belegger. Vermoedelijk had de wetgever een rationele belegger op het oog, aangezien werd verwacht dat het document beleggers zou helpen om zich een verantwoord oordeel over een product te kunnen vormen.

In 2004 schreef de wetgever dat het Vereenvoudigd Prospectus geschikt moest zijn voor een 'gemiddelde belegger'. Hoewel er nu dus wel iets wordt geschreven over de doelgroep van het document, wordt niet toegelicht wie hieronder vallen. Wel schrijft de wetgever dat hij wil aansluiten bij de behoeften van de belegger. Wat precies deze behoeften zijn en hoe hieraan invulling is gegeven, blijft echter ongewis. De eveneens in dat jaar verschenen Aanbeveling is iets concreter, aangezien de wetgever daarbij schreef dat het Vereenvoudigd Prospectus geschikt moest zijn voor 'gemiddelde kleine beleggers'. Hieruit kan in ieder geval worden afgeleid dat de wetgever consumenten op het oog had. Verdere toelichting ontbreekt. Dit is opvallend, aangezien de wetgever juist wilde dat het document voor deze beleggers begrijpelijk en duidelijk zou zijn. Men kan zich afvragen hoe dit bereikt kan worden zonder dat er inzicht is in de doelgroep. Het is in ieder geval niet verbaazingwekkend dat enkele jaren later bleek dat de nieuwe wetgeving hierin niet was geslaagd.⁹²

Ook in 2009 werd er nog weinig geschreven over de beleggers, hoewel er aanwijzingen zijn dat hiermee consumenten bedoeld worden.⁹³ Wel bestaat er twijfel

92. Zie bijvoorbeeld Commissie van de Europese Gemeenschappen, Witboek, 15 november 2006 en Commission of the European Communities, *Commission staff working document accompanying the White paper on enhancing the single market framework for investment funds, Impact Assessment*, SEC(2006) 1451, Brussel 15 november 2006.

93. Bijvoorbeeld Commission of the European Communities, *Commission Staff Working Document accompanying the White Paper. White Paper on enhancing the Single Market Framework for Investment Funds. Impact Assessment*, COM(2006) 686 final, Brussel: 15 november 2006 (SEC(2006) 1451), p. 100.

over de vraag of de wetgever een rationele of minder rationele belegger op het oog heeft. In ieder geval lijkt de wetgever steeds meer aansluiting te zoeken bij de wensen van beleggers. Dit krijgt praktische invulling doordat diverse presentatievormen van het document werden getest onder consumenten.

Bij de introductie van het KID staat de belegger centraler en zijn de voorschriften meer op hem gericht. Zo wordt er diverse keren een koppeling gemaakt tussen de keuze voor een bepaald voorschrift en de wens van de wetgever om aan te sluiten bij hetgeen geschikt is voor beleggers. Het is bovendien duidelijk dat consumenten de doelgroep van het document zijn. De wetgever veronderstelt enige rationaliteit maar erkent eveneens dat het gedrag van de belegger niet altijd rationeel is. In dat kader bestaat er bijvoorbeeld de verplichting om een waarschuwing in het document op te nemen als het betrekking heeft op een product dat moeilijk te begrijpen is. Hierdoor zou er rekening gehouden worden met 'irrationele gedragspatronen'. De wetgever licht echter niet toe wat hij precies bedoelt met 'irrationele gedragspatronen'.

2.3.2.5 Evaluatieonderzoek

Aan de introductie van het Prospectus in 1985 en het Vereenvoudigd Prospectus in 2004 ging geen evaluatieonderzoek vooraf. Wel sprak de wetgever in 2004 uit dat het wenselijk was om meer zicht te krijgen op de behoeften van beleggers aan productinformatie en vergelijkbaarheid. In dat kader werd ook het uitvoeren van consumentenonderzoek genoemd. Dit werd echter overgelaten aan de lidstaten. Naar aanleiding van door de lidstaten uitgevoerd onderzoek zou de Europese wetgever zo nodig actie ondernemen.

Voorafgaand aan de introductie van het KIID in 2009 werd twee keer onderzoek gedaan. Allereerst om te achterhalen hoe effectief de Europese icbe-wetgeving was. In dat kader werd ook het Vereenvoudigd Prospectus geëvalueerd. De problemen die hierdoor naar voren kwamen, vormden de aanleiding voor het KIID en lijken de regels hierover beïnvloed te hebben. Ter illustratie, het voorschrijven van een maximumaantal pagina's waaruit het KIID mag bestaan is vermoedelijk het gevolg van het probleem dat consumenten het Vereenvoudigd Prospectus vaak te lang vonden.⁹⁴ Iets soortgelijks geldt voor de leidraden die werden ontwikkeld.⁹⁵ Daarnaast heeft de wetgever het begrip van en de waardering voor diverse presentatievormen van informatieonderdelen van het KIID getest onder consumenten alvorens tot introductie van het document over te gaan.⁹⁶

94. Europese Commissie, *Simplified Prospectus Workshop. Summary of the first Meeting of 15th May 2006*, 15 mei 2006, Europese Commissie, *Simplified Prospectus Workshop. Summary of the first Meeting of 15th May 2006*, 30 juni 2006 *Document of the Services of the Commission. Simplified Prospectus Workshop 11th July 2006. Issues Paper. Ways to move forward - various options*, 30 juni 2006 en Europese Commissie, *Workshop on simplified prospectus. 2nd Meeting, Annotated Agenda*, 11 juli 2006.

95. *Document of the Services of the Commission. Simplified Prospectus Workshop 11th July 2006. Issues Paper. Ways to move forward - various options*, 30 juni 2006, p. 10-14.

96. IFF Research & YouGov 2009.

Voordat het KID werd geïntroduceerd, is eveneens onderzocht welke presentatievorm van informatieonderdelen de voorkeur van beleggers verdient, welke zij het beste begrijpen en hen in staat stelt om te vergelijken. Er werd overigens, evenals bij het eerdere onderzoek naar het KIID, niet getest welke presentatievorm beleggers het beste helpt bij het nemen van een beslissing. De wetgever kondigde bij de Verordening aan, dat het evaluatieonderzoek vier jaar na inwerkingtreding van de Verordening herhaald zal worden. Ook zal de Verordening, waaronder de begrijpelijkheidswaarschuwing, voor 31 december 2018 geëvalueerd worden. Voor een uitgebreide beschrijving van het uitgevoerde evaluatieonderzoek en kritische kanttekeningen daarbij, zij verwezen naar hoofdstuk 7.

2.3.2.6 *Harmonisatie*

De voorschriften voor het Prospectus werden neergelegd in een Richtlijn. Doordat lidstaten dit moesten omzetten in nationale wetgeving, waren er verschillen tussen lidstaten mogelijk. De keuze voor een Richtlijn lijkt lastig te rijmen met een doel van de Richtlijn, namelijk het coördineren van de regels voor icbe's. Ook de regels met betrekking tot het Vereenvoudigd Prospectus werden neergelegd in een Richtlijn. Wederom mochten lidstaten dus strengere regels opstellen.⁹⁷ Een belangrijk verschil met de vorige Richtlijn was echter dat lidstaten van ontvangst geen aanvullingen of wijzigingen van het Vereenvoudigd Prospectus mochten verlangen, op een vertaling van het document na.

Ook met het KIID werd harmonisatie beoogd. De keuze voor een Verordening sluit hierbij aan en moest dit volgens de wetgever garanderen. Door middel van harmonisering van het KIID wilde de wetgever de efficiëntie van het document bevorderen, evenals beleggersbescherming en vergelijkbaarheid. Hetzelfde geldt voor het KID. Enerzijds leidt de Verordening die daarop van toepassing is tot harmonisatie van producten. Het KID dient immers verstrekt te worden voor een brede productgroep: PRIIPs. Anderzijds blijven de voorschriften voor het KIID voor icbe's ook bestaan. Dit draagt niet bij aan de harmonisatie van producten. Wel werden er Guidelines gepubliceerd die interpretatieverschillen van de Verordening tussen de lidstaten moesten voorkomen.

2.4 CONCLUSIE

Op Europees niveau werd in 1985 het Prospectus geïntroduceerd. Dit document werd gevolgd door het Vereenvoudigd Prospectus (2004) met een Aanbeveling (eveneens 2004), het Key Investor Information Document (2009) en het Key Information Document (2018). De **aanleidingen** voor deze documenten zijn veelal gerelateerd aan beleggersbescherming en aan Europese en economische belangen,

97. Strengere regels kunnen vanuit het oogpunt van beleggersbescherming positief zijn, maar vanuit het oogpunt van de interne markt niet.

zoals het bevorderen van de grensoverschrijdende verhandeling van icbe's. De documenten die na het Prospectus werden geïntroduceerd, kwamen veelal voort uit geconstateerde problemen met de bestaande documenten. De ontwikkeling van documenten op Europees niveau is dus padafhankelijk.

De **doelen** die de Europese wetgever met de informatiedocumenten zegt na te streven, verschillen al naar gelang het beleidsdocument. Aanvankelijk stonden met name Europese en economische doelen voorop.⁹⁸ Beleggersbescherming werd vooral gezien als een instrument om deze doelen te bereiken. Vanaf de introductie van het Vereenvoudigd Prospectus kwam de belegger meer in beeld. Met het Vereenvoudigd Prospectus werd namelijk het informeren van beleggers beoogd. In de Aanbeveling bij het Vereenvoudigd Prospectus wordt als doel eveneens het vergemakkelijken van de grensoverschrijdende handel genoemd. Het Key Investor Information Document moest icbe's begrijpelijker en beter vergelijkbaar maken. Daarnaast bleken belangen van aanbieders (lagere administratieve lasten) en Europese en economische belangen een belangrijke rol te spelen. Iets soortgelijks geldt voor het Key Information Document. Naast het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten werd met het Key Information Document ook het bevorderen van de grensoverschrijdende handel van PRIIPs beoogd. Hoewel er in dit boek onderscheid wordt gemaakt tussen economische doelen en het doel van beleggersbescherming, kunnen beiden niet strikt van elkaar gescheiden worden omdat het nastreven van economische doelen ook positieve gevolgen voor consumenten kan hebben en daarmee in hun belang kan zijn.⁹⁹

De **regelgeving** die van toepassing is op de informatiedocumenten en de aard van de regelgeving, heeft in de loop van de jaren een ontwikkeling doorgemaakt. Deze ontwikkeling kan vanaf het Prospectus tot het Key Information Document als volgt worden samengevat a) van weinig voorschriften naar veel voorschriften b) van algemene voorschriften naar een hoge mate van standaardisatie, c) van alleen aandacht voor de inhoud naar eveneens aandacht voor de vormgeving van het document, d) van veel open normen naar invulling van open normen in zowel bindende als niet-bindende voorschriften en e) van Richtlijnen naar Verordeningen die rechtstreeks van toepassing zijn in de lidstaten.

Het beeld dat de wetgever van de **belegger**, als doelgroep van het document, heeft was bij de introductie van het Prospectus geheel onduidelijk, aangezien er niets over werd vermeld. Na verloop van tijd neemt de aandacht voor de belegger toe en probeert de wetgever in toenemende mate aan te sluiten bij de wensen en voorkeuren van beleggers. Over de mate van rationaliteit van beleggers is de wetgever in de loop van de jaren anders gaan denken. Hoewel de wetgever aanvankelijk uitging van een rationele belegger wordt bij de introductie van het Key Infor-

98. Zoals het nader tot elkaar brengen van de mededingingsverhoudingen voor icbe's en het vergemakkelijken van de verhandeling van de rechten van deelneming van een zich in een lidstaat bevindende icbe op het grondgebied van andere lidstaten.

99. Zie bijvoorbeeld Duivenvoorde 2015, p. 201-202.

mation Document erkend dat beleggers zich soms irrationeel kunnen gedragen. De Europese informatiedocumenten zijn veelal bedoeld voor niet-professionele beleggers. Een enkele keer¹⁰⁰ bestaat hierover onduidelijkheid hoewel er dan in ieder geval sterke aanwijzingen zijn dat de wetgever consumenten op het oog heeft.

De rol van **evaluatieonderzoek** bij het ontwikkelen en evalueren van beleid is in de loop van de jaren toegenomen. Aanvankelijk was er geen rol weggelegd voor dergelijk onderzoek.¹⁰¹ In het kader van de introductie van het Key Investor Information Document werd er echter wel uitgebreid ex ante onderzoek uitgevoerd naar de presentatievorm van diverse informatieonderdelen. Een nog uitgebreider ex ante onderzoek werd uitgevoerd in het kader van de introductie van het Key Information Document. In dat onderzoek werd bestudeerd welke wijze van presenteren van diverse informatieonderdelen de voorkeur van beleggers verdient en hen het beste in staat stelt om producten te begrijpen en te vergelijken. Beide onderzoeken komen uitgebreid aan de orde in hoofdstuk 7. De inzichten uit de evaluatieonderzoeken lijken hun weerslag te hebben op de voorschriften voor deze documenten. Bovendien is de wetgever voornemens om de effectiviteit van het Key Investor Information Document en het Key Information Document een aantal jaren na inwerkingtreding van de voorschriften te evalueren (dus ex post onderzoek uit te voeren).

Reeds met de introductie van de voorschriften voor het Prospectus werd **harmonisering** nagestreefd. Dit had echter niet het beoogde gevolg, hetgeen werd geweten aan de vorm van de voorschriften. Deze waren namelijk neergelegd in een Richtlijn die in de lidstaten op verschillende wijzen was omgezet. Dit zette de wetgever ertoe aan om de regelgeving sinds de introductie van het Key Investor Information Document op te nemen in een Verordening die rechtstreeks van toepassing is in alle lidstaten. Het Prospectus, het Vereenvoudigd Prospectus en het Key Investor Information Document moeten verschaft worden voor icbe's. Voor zover financiële producten als icbe zijn te kwalificeren, is er sprake van harmonisering van producten. Ook met het Key Information Document werd harmonisering van het geldende recht van de lidstaten nagestreefd door de keuze voor een Verordening. Desalniettemin komt dit document de harmonisering van producten niet ten goede. Hoewel dit document van toepassing is op alle producten die onder de definitie van PRIIPs vallen, blijft daarnaast het Key Investor Information Document in eerste instantie bestaan. Hierdoor bestaan er dus twee korte documenten voor twee verschillende productcategorieën. Een complicerende factor daarbij is dat een product zowel onder de definitie van icbe als onder de definitie van PRIIP kan vallen. Vooralsnog bevordert het Key Information Document de harmonisering van producten dus niet.

100. Zoals bij het Key Investor Information Document.

101. Namelijk bij het Prospectus en het Vereenvoudigd Prospectus. Dergelijk onderzoek heb ik in ieder geval niet gevonden.

Tot slot volgt een overzicht van de beleidstheorieën van informatiedocumenten op Europees niveau in de loop van de jaren.

Overzicht ontwikkeling beleidstheorieën op Europees niveau

Aanleidingen	<ul style="list-style-type: none"> – Padafhankelijk – Beleggersbescherming – Europese en economische belangen. – Problemen met bestaande regelgeving of bestaande document.
Doelen	<ul style="list-style-type: none"> – Verschilt per beleidsdocument. – Aanvankelijk Europese en economische doelen (blijven voortdurend een rol spelen). – Later steeds meer beleggersbescherming: begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Van weinig naar veel voorschriften. – Van algemene voorschriften naar hoge mate van standaardisatie. – Van alleen aandacht voor inhoud naar meer aandacht voor vormgeving. – Juridisch bindende voorschriften. – Van veel open normen naar invulling van open normen. – Van Richtlijnen naar Verordeningen die rechtstreeks van toepassing zijn in de lidstaten.
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – Van geen aandacht voor belegger naar meer aandacht voor belegger en proberen aan te sluiten bij diens wensen en voorkeuren. – Van rationele belegger naar erkennen irrationeel gedrag. – Consument (soms onduidelijkheid hierover).
Evaluatieonderzoek	<ul style="list-style-type: none"> – Na verloop van tijd een grote rol.
Harmonisering	<ul style="list-style-type: none"> – Harmonisering van het geldende recht in de lidstaten: beoogd maar niet bereikt door Richtlijn vandaar later keuze voor Verordening. – Harmonisering van producten (icbe's) maar door introductie productcategorie PRIIPs in ieder geval in eerste instantie minder harmonisering.

3.1 INLEIDING

In Engeland zijn aanbieders van complexe beleggingsproducten verplicht om een precontractueel document te verschaffen aan consumenten, namelijk het *Key Features Document* (hierna soms afgekort met KFD). Deze verplichting bestaat sinds 1994. In de loop van de jaren werd er onderzoek gedaan naar dit document en veranderde de regelgeving voor dit document een aantal keren. In dit hoofdstuk staat de beleidstheorie die ten grondslag ligt aan het Key Features Document centraal. Dit document bestond reeds voordat de Financiële Bijsluiter of de Duitse informatiedocumenten, die hierna aan de orde komen, het levenslicht zagen.

In paragraaf 3.2 zal allereerst de beleidstheorie worden beschreven aan de hand van de ontwikkelingen die zich hebben voorgedaan met betrekking tot het Key Features Document. In paragraaf 3.2.1 zal daartoe worden ingegaan op de introductie van het Key Features Document in 1994. Dit wordt gevolgd door de beschrijving van een periode waarin de FCA diverse onderzoeken deed naar het KFD, een aantal wijzigingsvoorstellen deed met betrekking tot de bestaande regelgeving, partijen daarover werden geconsulteerd en vervolgonderzoek werd uitgevoerd (zie paragraaf 3.2.2). Uiteindelijk leidden de activiteiten van de FCA in 2007 tot nieuwe regels voor het Key Features Document (zie paragraaf 3.2.3). Om financiële instellingen handvatten te bieden bij het opstellen van een KFD, publiceerde de FCA in 2007 en 2009 rapporten met *'Good and Poor practices in Key Features Documents'*. Dit wordt eveneens beschreven in paragraaf 3.2.3. In paragraaf 3.2.4 wordt vervolgens ingegaan op de latere ontwikkelingen van het Key Features Document, waaronder de inwerkingtreding van de PRIIPs-Verordening. Paragraaf 3.3 bevat een schematische samenvatting en een toelichting van de beleidstheorie waarbij het vertrekpunt de zes beleidsaspecten is (in tegenstelling tot paragraaf 3.2 waarin de nadruk ligt op de context waarin de beleidstheorie in de loop van de jaren is veranderd). Het hoofdstuk sluit af met een conclusie (paragraaf 3.4).

3.2 BELEIDSTHEORIEËN IN DE LOOP VAN DE JAREN IN CONTEXT

3.2.1 *De introductie van een informatiedocument (1994)*

In Engeland werd in 1994 een informatiepakket, waaronder een *Key Features Document*, voor levens- en pensioenproducten geïntroduceerd.¹ Zoals reeds in de inleiding van dit boek werd geschreven, ontwerpt de Engelse toezichthouder op de financiële markten (momenteel de *Financial Conduct Authority*, de FCA) de regels voor dit document, waardoor in het hiernavolgende niet de term wetgever maar ‘regelgever’ wordt gebruikt (hiermee wordt de Engelse ‘regulator’ bedoeld).

Een van de aanleidingen voor de introductie van het informatiepakket was de implementatie van de Derde Levensverzekeringsrichtlijn.² Met het Key Features Document werden twee doelen beoogd, namelijk 1) consumenten helpen om geïnformeerde beslissingen te nemen over het al dan niet aanschaffen van een financieel product en 2) ervoor zorgen dat de informatie wordt gepresenteerd op een zodanige wijze en op een geschikt moment, dat consumenten in staat worden gesteld om producten en aanbieders met elkaar te vergelijken.³ In de beschrijving van de doelen is de regelgever overigens niet geheel consistent aangezien de formulering ervan in een ander beleidsdocument daarvan afwijkt, namelijk: consumenten informeren over de belangrijkste kenmerken van een financieel product, hen helpen om financiële producten met elkaar te vergelijken en hen in staat stellen om een geïnformeerde beslissing te nemen over de geschiktheid van het product voor hun situatie.⁴ Het is opvallend dat er onderscheid wordt gemaakt tussen het informeren enerzijds en het nemen van een beslissing op basis van de informatie anderzijds. De regelgever benadrukt met name het vergelijkingsdoel.⁵

De voorschriften met betrekking tot het document werden neergelegd in hoofdstuk 6 van het *Conduct of Business* (COB) en daarna in het *Conduct of Business Sourcebook* (COBS).⁶ Het bevatte een aanzienlijke hoeveelheid zeer gedetailleerde voor-

-
1. Het Key Features Document werd niet afzonderlijk geïntroduceerd, maar maakte deel uit van de ‘Key Features’ waaronder meer informatie viel, zoals de algemene voorwaarden. Dit kan bijvoorbeeld worden afgeleid uit PIA, Regulatory Update December 1997.
 2. Richtlijn 92/96/EEG van de Raad van 10 november 1992 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffend het directe levensverzekeringsbedrijf en tot wijziging van de Richtlijnen 79/267/EEG en 90/619/EEG (PbEU 1992, L360/1).
 3. FSA, *Informing consumers: product disclosure at the point of sale*, Consultation Paper 170, februari 2003, p. 12 en 13.
 4. FSA, Consultation Paper 45a, *The Conduct of Business Sourcebook*, februari 2000, paragraaf 10.9. In dit document uit 2000 wordt teruggeblikt op de doelen die in 1994 met het Key Features Document werden beoogd.
 5. Dit blijkt bijvoorbeeld uit Personal Investment Authority, *Product and Commission Disclosure Authorised Unit Trust-Recognised Collective Investment Schemes, UK Open-Ended Investment Companies, Investment Trust Savings Schemes and Type a Personal Equity Plans*, Consultative Paper nr. 2, 1994.
 6. De eerst voor mij beschikbare regelgeving betreft het COBS uit 2001. De beschrijving van de aard van de regels is aldus daarop gebaseerd.

schriften, namelijk ongeveer tachtig pagina's. Zo waren er diverse voorschriften die betrekking hadden op de inhoud en de vormgeving van het document en verschilden de eisen waaraan een document moest voldoen per product. Wanneer het COBS geen voorschriften bevatte ten aanzien van een bepaald onderwerp, wat bijvoorbeeld het geval was met betrekking tot de omvang, het kleurgebruik en taalgebruik, dan mocht de opsteller hier zelf vorm en inhoud aan geven.⁷ Er bestonden ook diverse open normen met betrekking tot het document. Zo werd voorgeschreven dat er rekening moest worden gehouden met de informatiebehoeftes van de consument.⁸ Desalniettemin achtte de wetgever standaardisatie van het Key Features Document wenselijk, met name voor het vergelijken van producten.⁹

Uit de genoemde doelen kan worden afgeleid, dat de regelgever lijkt uit te gaan van een rationele belegger die op basis van informatie in staat is om een beleggingsbeslissing te nemen en producten met elkaar te vergelijken. De regelgever wil eveneens aansluiten bij de wensen van consumenten, namelijk door wat betreft de presentatie van de informatie hieraan tegemoet te komen.¹⁰ De regering¹¹ en de regelgever hadden een verschillend beeld van de consument. Volgens de regering was een consument een rationele beslisser die zelfbeheerst participeert op de financiële markten.¹² De regelgever ging uit van een minder rationele consument en was bezorgd over de grote hoeveelheid informatie en de begrijpelijkheid ervan.¹³

Voor zover bekend, is er voorafgaand aan de introductie van het Key Features Document geen onderzoek gedaan naar bijvoorbeeld de wenselijkheid van het document of de wijze waarop deze het beste vormgegeven zou kunnen worden.

In 1997 werd het regime met betrekking tot het document uitgebreid naar niet-levensproducten.¹⁴ Deze producten omvatten het grootste deel van de beleggingsproducten voor private beleggers. Doordat de voorschriften met betrekking tot het document ook van toepassing werden op niet-levensproducten, werd dus enige harmonisering bereikt. Tegelijkertijd was de harmonisering beperkt omdat de voorschriften verschilden per financieel product en het document er dus verschil-

7. Dit werd ook expliciet bepaald in COBS 6.5.4.

8. COBS 6.1.3.

9. Personal Investment Authority, *Product and Commission Disclosure Authorised Unit Trust-Recognised Collective Investment Schemes, UK Open-Ended Investment Companies, Investment Trust Savings Schemes and Type a Personal Equity Plans*, Consultative Paper nr. 2, 1994.

10. Zie bijvoorbeeld Financial Services Authority, *Informing consumers: product disclosure at the point of sale*, Consultation Paper 170, februari 2003, p. 12 en 13.

11. Met name de *Office of Fair Trading* en de *Department of Trade and Industry*.

12. Zie bijvoorbeeld Vickers 2014, p. 287-310 waar de visie van de *Office of Fair Trading* naar voren komt.

13. Zie hierover J. Black 1997, p. 163.

14. Namelijk naar *unit trusts*, *OEICs*, *investment trusts* en *trust savings schemes*. Personal Investment Authority, *Review of Key Features for Unit Trusts, Investment Trust Savings Schemes and Personal Equity Plans*, Regulatory Update, december 1997 en PIA, 'Non-Life Disclosure: The Structure of Key Features Document' in: *Consultative Paper* 23, 1997.

lend kon uitzien al naar gelang het product waarop het betrekking had. Bovendien bevatte het Conduct of Business ten aanzien van diverse onderwerpen geen voorschriften. Zo waren de voorschriften betreffende de vormgeving beperkt, hetgeen ook tot grote verschillen tussen de documenten kon leiden.

3.2.2 *Een periode van onderzoek en consultatie (2000-2007)*

In 2000 brak een periode aan waarin de regelgever onderzoek deed naar het document, voorstellen ter verbeteringen formuleerde, deze ter consultatie voorlegde en vervolgonderzoek uitvoerde. Daadwerkelijke wijziging van de voorschriften liet diverse jaren op zich wachten. Omdat deze ontwikkeling kenmerkend is voor de wijze waarop de regelgeving met betrekking tot het Engelse document zich heeft ontwikkeld, zal hier ook aandacht aan worden besteed.

In 2000 kondigde de regelgever aan, dat het regime van informatieverstrekking heroverwogen zou worden.¹⁵ Daartoe verscheen er in dat jaar een rapport dat betrekking had op de wijze waarop het Key Features Document in de praktijk door consumenten werd gebruikt.¹⁶ Het onderzoek bracht diverse problemen aan het licht. Zo bleek dat consumenten te weinig informatie en bevattingsvermogen hadden om zich als actieve en oplettende kopers te kunnen gedragen, dat zij het document veelal niet of heel weinig gebruikten en dat de informatie soms tot misverstanden leidde. Andere problemen waren: het moment waarop het document werd verstrekt, moeilijk taalgebruik, de vormgeving en het feit dat het document niet goed aansloot bij de behoeften van de belegger. Al met al leidde dit ertoe dat de regelgever de effectiviteit van het document in twijfel trok, aanbevelingen formuleerde en vervolgonderzoek deed.

De resultaten van dit vervolgonderzoek verschenen in 2003.¹⁷ Door middel van dit onderzoek wilde de regelgever achterhalen in hoeverre de twee doelen van het document passende, haalbare en realistische doelen waren in het licht van de ervaringen die ermee waren opgedaan en de ontwikkelingen in de markt en regelgeving.¹⁸ In het onderzoek werd aandacht besteed aan de manier waarop consumenten beslissingen namen, de invloed van nieuwe technologie en de ontwikkeling van andere informatiebronnen voor consumenten.¹⁹ Wetenschappelijke inzichten omtrent de wijze waarop consumenten beslissingen nemen, werden overigens niet in het onderzoek betrokken. Er werd namelijk vooral aandacht besteed aan de manier waarop consumenten het document in de praktijk gebruikten. Het onderzoek leidde tot de conclusie dat productinformatie nog steeds het meest geschikte

15. FSA Discussion Paper 4, november 2000, p. 9 e.v. en FSA/PN/142/2000, 28 november 2000.

16. FSA Consumer Research 5, november 2000.

17. FSA Consumer Research 18, maart 2003.

18. FSA Consultation Paper 170, februari 2003, alinea 2.4.

19. FSA Consumer Research 18, maart 2003, zie m.n. p. 9.

instrument was om informatie over een financieel product te verschaffen.²⁰ De regelgever verwachtte dat wanneer een dergelijk document afgeschaft zou worden, hiermee ook diverse prikkels zouden verdwijnen die financiële ondernemingen ertoe aanzetten om goede, waardevolle producten aan te bieden en duidelijke informatie daarover te verschaffen.²¹

De regelgever formuleerde daarom diverse voorstellen tot wijziging van de voorschriften met betrekking tot het document.²² Enkele voorstellen die werden gedaan waren: het presenteren van de informatie in het Key Features Document in vraag-en-antwoord-vorm, het vervangen van het document door een kort document zonder jargon die 'Key Facts' moest gaan heten en het opnemen van een logo van de financiële toezichthouder (de FCA) op het document.²³ De regelgever benadrukte ook dat niet het verschaffen van zoveel mogelijk informatie van belang was, maar schreef daarentegen: 'less is more'.²⁴

De gedane voorstellen leidden tot diverse reacties, hetgeen de regelgever deed beslissen om de voorstellen verder te ontwikkelen, aanvullend consumentenonderzoek te doen en te onderzoeken wat de kosten van dergelijke wijzigingen zouden zijn.²⁵ Er bleken namelijk nog steeds, inmiddels 2005, diverse problemen met betrekking tot het document te bestaan. Het belangrijkste probleem was dat consumenten het document niet lazen.²⁶ Daarnaast viel het document niet op en leek het niet belangrijk, wekte het de indruk dat het een saai en ondoorgrondelijk document was, bestond er onzekerheid over de precieze rol van het document en bleken veel consumenten voornamelijk af te gaan op het mondelinge advies van hun adviseur.²⁷ Een nieuw voorstel van de regelgever was daarom om het document te vervangen door een *Quick Guide*.²⁸ In een dergelijk document met een maximum van twee pagina's zou het taalgebruik eenvoudiger moeten zijn.²⁹ Ook zou er in de *Quick Guide* een *Checklist* opgenomen worden die consumenten moest helpen om te beoordelen of zij voldoende informatie hadden om een goed geïnformeerde beslissing te nemen.³⁰ Daarnaast achtte de regelgever het wenselijk dat de *Quick Guide* een kort en persoonlijk voorbeeld van de verwachte opbrengsten zou bevatten.³¹

Bestudering van de rapporten en beleidsdocumenten van de regelgever doet vermoeden dat deze na verloop van tijd sceptischer is geworden over de wijze

20. FSA Consultation Paper 170, februari 2003, alinea 2.11.

21. Idem.

22. FSA Consultation Paper 170, februari 2003.

23. Idem, m.n. alinea 5.51.

24. FSA Consultation Paper 170 (Newsletter), februari 2003, p. 4 en 5.

25. FSA Consultation Paper 06/19, oktober 2006, alinea 18.7.

26. FSA Consultation Paper nr. 05/12, juli 2005, paragraaf 1.2.

27. Idem, p. 3.

28. Idem, m.n. p. 5.

29. Idem, alinea 1.5 en 2.35.

30. FSA Discussion Paper 05/3, juni 2005, alinea 5.51 en FSA Consumer Research 41, juli 2005.

31. FSA Discussion Paper 05/3, juni 2005, alinea 4.25.

waarop met het document daadwerkelijk de voorgeschreven doelen bereikt zouden kunnen worden. Zo concludeerde de regelgever op basis van onderzoek dat er weinig bewijs was dat consumenten producten met elkaar vergeleken, hetgeen als een belangrijke belemmering werd gezien voor de effectiviteit van het document.³² Ook de ontwikkeling van vergelijkingstabellen door de regelgever is een aanwijzing in deze richting. In dergelijke vergelijkingstabellen is informatie opgenomen over diverse soorten beleggingen. De tabellen zouden het vergelijken van producten gemakkelijker maken en bijvoorbeeld eerder in het aankoopproces beschikbaar moeten zijn dan het document.³³ Hoewel de resultaten van de onderzoeken niet rooskleurig waren (zie daarover uitgebreid hoofdstuk 7) bleef het vergelijken van producten volgens de regelgever een doel van het document.³⁴

Voor de volledigheid wordt vermeld dat in Engeland in 2005 het Vereenvoudigd Prospectus werd geïntroduceerd. Er werd voor gekozen om voort te bouwen op de reeds bestaande nationale informatieplichten die voor beleggingsproducten bestonden.³⁵ De regelgever wilde namelijk alleen nieuwe informatieplichten opleggen voor zover dit nodig was om te voldoen aan de nieuwe Europese vereisten.³⁶ Er werden daarom slechts enkele voorschriften met betrekking tot het Key Features Document aangepast. Voor het overige bleef de bestaande regelgeving in stand.³⁷

3.2.3 *Nieuwe regels voor het document (2007)*

Ondanks het voorstel van de regelgever om in 2005 het document te vervangen door een Quick Guide, besloot zij een jaar later om dit toch niet te doen.³⁸ De voordelen van een Quick Guide bleken beperkt en het zou bovendien hoge implementatiekosten met zich brengen.³⁹ Ook zou een Key Features Document naar verwachting even effectief kunnen zijn als een Quick Guide.⁴⁰ In plaats van het vervangen van het Key Features Document door een Quick Guide, besloot de regelgever daarom definitief tot het aanpassen van de regels met betrekking tot het document.

32. Zie bijvoorbeeld FSA Consumer Research 5, november 2000, p. 14 en FSA Consultation Paper 170, februari 2003, p. 44-45.

33. FSA, *Response to Consultation Paper 28: Comparative Information for Financial Services*, juni 2000, 1.2 en FSA Discussion Paper 4, november 2000, alinea 48.

34. Zie bijvoorbeeld FSA Consultation Paper 05/12, alinea 1.2.

35. FSA/PN/041/2005, 22 april 2005.

36. Idem.

37. Aldus FCA in een persbericht: FSA/PN/101/2004, 26 november 2004. Er wordt door de FCA overigens geen toelichting gegeven op de wettelijke regels.

38. Dit onderzoek is neergelegd in FSA Consumer Research 55, november 2006, zie voor conclusies van dit rapport, p. 5 en 6. Zie ook FSA Feedback Statement 06/5, november 2006, alinea 1.4-1.9 en FSA Consultation Paper 06/19, oktober 2006, p. 119-132 (met name alinea 18.21).

39. FSA Consultation Paper 06/19, oktober 2006, p. 119-132.

40. Idem, p. 121 en FSA 2007, p. 3.

Er bestonden volgens de regelgever diverse aanleidingen voor het wijzigen van deze regels, namelijk 1) de resultaten van het onderzoek naar de effectiviteit van bestaande informatieverschaffing, 2) een herbezinning van het Conduct of Business, inclusief de ontwikkeling naar meer *principles-based* regels en 3) de impact van de MiFID (MiFID staat voor *Markets in Financial Instruments Directive*).⁴¹

De regelgever wilde de gedetailleerde regels zoveel mogelijk vervangen door meer algemeen geformuleerde voorschriften en open normen.⁴² Dit zou onder meer moeten leiden tot een adequate productbeschrijving en begrijpelijke informatie voor het nemen van een goed geïnformeerde beslissing door de consument over het financiële product.⁴³ Daarnaast trachtte de regelgever om de regels te verduidelijken en te vereenvoudigen zodat het voor financiële instellingen duidelijker zou zijn wat van hen verwacht werd.⁴⁴ De *principles-based* regels zouden financiële instellingen ook meer flexibiliteit geven om af te wegen welke informatie zij aan de consument wilden verschaffen en dat moest ertoe leiden dat de informatie beter was afgestemd op hun behoeften.⁴⁵ Bovendien zouden financiële instellingen door de vrijheid die deze regels hen zou bieden, eenvoudiger en creatiever kunnen reageren op veranderingen in de markt.⁴⁶

Opvallend is dat de regelgever ook diverse maatregelen voorstelde die tot doel hadden om de effectiviteit van het document te verhogen zonder dat ze leidden tot extra voorschriften.⁴⁷ Een voorbeeld van een dergelijke maatregel was een project waarbij het verbeteren van de kwaliteit van de documenten centraal zou staan en waarbij handleidingen ontwikkeld zouden worden om deze documenten zo goed mogelijk vorm te geven.

In 2007 verscheen het nieuwe *Conduct of Business Sourcebook*. De nieuwe bepalingen met betrekking tot het document werden (en zijn overigens nog steeds) neergelegd in hoofdstuk 13 en 14. Het COBS maakt onderdeel uit van het *Financial Conduct Authority Handbook* (het Handboek). Dit Handboek bevat voorschriften die door de regelgever zijn ontworpen. Het heet een Handboek en geen 'rulebook' omdat het niet alleen regels bevat, maar ook aanwijzingen met betrekking tot de wijze waarop de regels nageleefd moeten worden.

Het COBS is principles-based, hetgeen onder andere tot gevolg heeft dat het niet in detail voorschrijft aan welke eisen een Key Features Document moet voldoen. In plaats daarvan bevat het algemene voorschriften die door een financiële

41. Idem, met name hoofdstuk 18 en 19. Zie voor de MiFID Richtlijn: Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (*PbEU* 2004, L 145/1).

42. FSA Consultation Paper 06/19, oktober 2006, paragraaf 18.33.

43. Idem, alinea 18.33.

44. Idem, alinea 18.35.

45. Idem, alinea 18.45.

46. Idem.

47. Idem, alinea 18.40.

onderneming ingevuld dienen te worden met het oog op het achterliggende doel.⁴⁸ In die zin onderscheidt dit document zich van de regels met betrekking tot het KID voor PRIIPs, het KIID voor icbe's, de Duitse informatiedocumenten en de Nederlandse Financiële Bijsluiter. Met het nieuwe COBS werd het aantal voorschriften, in overeenstemming met de ontwikkeling naar principles-based regelgeving, aanzienlijk verminderd. Eveneens waren de voorschriften minder gedetailleerd. Opvallend zijn met name de open normen en de grote vrijheid voor financiële ondernemingen bij het opstellen van het document. Dit leidt bovendien tot weinig standaardisatie, zeker in vergelijking met de mate van standaardisatie in bijvoorbeeld Nederland en op Europees niveau. Zo wordt er in Engeland geen maximum aantal pagina's voorgeschreven waaruit het document mag bestaan, hoewel de regelgever het naar eigen zeggen wel van belang achtte dat het KFD een kort document zou zijn. Al met al verschillen de documenten per product en per financiële onderneming van elkaar op het gebied van lengte, vormgeving, kleurgebruik et cetera.⁴⁹ De regels met betrekking tot het Key Features Document hebben groten-deels wel juridisch bindende kracht.

Om financiële instellingen te helpen bij het naleven van de regels in het COBS, heeft de FCA elf *Principles of Business (Principles)* gepubliceerd. Aangezien het bindende regels betreft, dienen financiële ondernemingen zich hieraan te houden. De Principles worden nader uitgewerkt in een *Regulatory Guide*.⁵⁰ Ook dienen alle financiële ondernemingen te voldoen aan het *Treating customer fairly principle (TCF Principle)*. Op grond van het TCF Principle moeten financiële ondernemingen de belangen van consumenten in het oog houden en hen eerlijk behandelen. De FCA heeft zes concrete doelen geformuleerd die hij wil bereiken met het TCF Principle, de zogeheten *Outcomes*.⁵¹ Zo moeten consumenten op grond van Outcome 3 bijvoorbeeld duidelijke informatie krijgen en passend geïnformeerd worden voorafgaand aan, gedurende en na het moment dat een financieel product wordt gekocht.⁵²

48. Enkele redenen voor deze benadering zijn: a) de ervaring dat gedetailleerde regels er niet toe hebben geleid dat wangedrag op de financiële markten is voorkomen, b) dat de gedetailleerde regels in toenemende mate een belasting waren voor financiële instellingen en c) dat de voortdurende ontwikkeling van de financiële markten flexibele regels wenselijk maakt. FSA april 2007, p. 6 en A. Whittaker (FSA Director General Counsel), 'Professional and Financial Regulation – Conflict or Convergence?', speech gehouden tijdens the Fountain Court Chambers Conference on Better Regulation, 31 januari 2006: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/0131_aw.shtm14.

49. Sommige financiële ondernemingen achtten een volledige standaardisatie overigens ook niet wenselijk. Zij pleitten voor een meer 'flexibele' aanpak. Zie bijvoorbeeld hetgeen Billington (Directeur van Richard Billington IFA Ltd) zei, geciteerd in FCA 17 juli 2003, p. 31.

50. Namelijk *The Responsibilities of Providers and Distributors for the Fair Treatment of Customers (RPPD)*. Dit maakt ook onderdeel uit van het Handboek.

51. Zie bijvoorbeeld FSA juli 2006.

52. Outcome 3 luidt als volgt: 'Consumers are provided with clear information and kept appropriately informed before, during and after the point of sale.'

Handelen in strijd met de Outcomes of de Guide is geen overtreding van regels, maar kan wel een rol spelen bij de uitleg van andere regels of de beslissing van de FCA om handhavend op te treden tegen een financiële onderneming.⁵³ De Principles hebben wel de status van regelgeving.⁵⁴ Wanneer een financiële onderneming niet handelt overeenkomstig deze Principles, dan kan de FCA bijvoorbeeld handhavend optreden en disciplinaire sancties opleggen.

Met het nieuwe COBS werd ook een *Key Features Illustration* voor pakketproducten geïntroduceerd.⁵⁵ Dit document is meer op de persoonlijke situatie van de consument toegesneden dan het Key Features Document en bevat onder meer informatie over de kosten en verwachte opbrengsten. Het mag ook onderdeel uitmaken van het Key Features Document. Een groot deel van de voorstellen die de regelgever in de loop van de jaren heeft gedaan, is overigens nooit werkelijkheid geworden.

Het Key Features Document moet worden opgesteld voor consumenten. De regelgever had met name aandacht voor de manier waarop beleggers het document in de praktijk gebruikten. Dit blijkt onder andere uit de inhoud van de door de regelgever gepubliceerde onderzoeken. De oplossing van de problemen werd vooral gezocht in aanpassing van het document. Wel wilde de regelgever ervoor zorgen dat consumenten het document als belangrijk zouden gaan zien en hen aanmoedigen om dit document te lezen.⁵⁶

Twee evaluaties hebben in het bijzonder een rol gespeeld bij de ontwikkeling van het Key Features Document en illustreren dat de regelgever naast het ontwerpen van regelgeving ook inzette op niet-juridische en vooral praktische maatregelen. Twee maanden voor de introductie van het nieuwe COBS verscheen er namelijk een rapport met 'Good and Poor practices in Key Features Documents' van de regelgever.⁵⁷ Het bevat een evaluatie van 200 Key Features Documents. Het onderzoek bracht naar voren, dat er diverse verbeteringen mogelijk waren.⁵⁸ De regelgever riep daarom financiële instellingen op om hun documenten te verbeteren. De regelgever vervulde hierbij een actieve rol en nam contact op met financiële instellingen die slechte documenten hadden en organiseerde seminars en workshops om financiële instellingen handvatten te geven voor het verbeteren van hun documenten.⁵⁹ Daarnaast werden er in het rapport vele voorbeelden van goede en slechte documenten gegeven. Hier konden financiële instellingen lering uit trekken. De regelgever kondigde eveneens aan dat een vergelijkbaar onderzoek een aantal jaren later wederom uitgevoerd zou worden. Uit de resultaten van dat, uiteindelijk in 2009 gepubliceerde, rapport bleek dat alle documenten enigszins verbeterd

53. FSA Policy Statement 07/11, juli 2007, p. 7.

54. Dit blijkt uit de 'R' voor deze bepalingen.

55. COBS 13.1.1.

56. FSA Consultation Paper 06/19, oktober 2006, alinea 18.40.

57. FSA 2007.

58. Idem, alinea 5.1.

59. Idem, alinea 5.5.

waren en dat tweederde van de documenten zelfs aanzienlijk was verbeterd.⁶⁰ Wederom bevatte het rapport diverse praktische richtlijnen voor onder meer begrijpelijk taalgebruik.⁶¹ Deze aanbevelingen zijn echter niet-juridisch bindend maar vormen leidraden voor opstellers van de documenten.

Met de regelgeving voor het document zoals neergelegd in het COBS was er sprake van een zekere mate van harmonisatie. Er werd namelijk voor gekozen om de regels die op grond van de MiFID-Richtlijn van toepassing waren op MiFID-ondernemingen, ook van toepassing te verklaren op niet-MiFiD ondernemingen. Hiermee moest worden voorkomen dat er een ongelijk speelveld zou ontstaan.⁶²

3.2.4 *Latere ontwikkelingen waaronder de introductie van de PRIIPs-Verordening*

De regels met betrekking tot het in 2010 op Europees niveau geïntroduceerde Key Investor Information Document zijn in Engeland opgenomen in een afdeling van het Handboek dat *Collective Investment Schemes (COLL)* heet.⁶³ Deze regels komen overeen met de Europese voorschriften.⁶⁴

Inmiddels is er een trend waarneembaar waarbij de principles-based regelgeving wordt vervangen door meer specifieke regelgeving.⁶⁵ Dit hangt samen met de financiële crisis, de MiFID II Richtlijn en Verordening en de *Retail Distributions Review* hervormingen door de FCA.⁶⁶ Deze ontwikkelingen hebben overigens nog geen grote gevolgen gehad voor het regime dat van toepassing is op het Key Features Document. Het meest relevant is, dat sinds 2007 de toelichting op de informatie die in de onderdelen van het KFD opgenomen moet worden, iets is uitgebreid. Echter, dit betreft nog steeds een toelichting van slechts één zin.

Ten gevolge van de Europese PRIIPs-Verordening is het KFD-regime enigszins gewijzigd. Dit heeft samengevat tot gevolg gehad dat vanaf 1 januari 2018 er nog steeds een Key Features Document en een Key Features Illustration opgesteld moet worden, maar alleen voor pakketproducten die geen PRIIP zijn.⁶⁷ De voorschriften voor deze documenten zijn niet gewijzigd. Voor de vereisten met betrekking tot het KID wordt in het COBS verwezen naar de PRIIPs-Verordening. Met de, overigens dus zeer marginale, wijziging van de regels beoogde de regelgever twee doelen, namelijk het waarborgen van een geschikte mate van consumentenbescherming en het bevorderen van goede concurrentie in het belang van consumenten.⁶⁸

60. FSA 2009, alinea 3.1.

61. Idem.

62. Idem, alinea 18.23 en FSA Policy Statement 07/6, mei 2007, alinea 17.7.

63. Namelijk in COLL 4.7.

64. FSA, *UCITS IV Directive Instrument 2011. Near-Final Draft of FSA Handbook Rules and Guidance*, FSA/2011, juni 2011, p. 3, 20, 61 en 70-75.

65. Moloney 2012 en FSA Discussion Paper 11/1, januari 2011, p. 3, FCA juni 2011 en HM Treasury juni 2011.

66. MacNeil 2012, p. 98.

67. Ingevolge COBS 13.1.1 en 14.2.-1.

68. FCA Policy Statement 17/6, 2 mei 2017, p. 6.

3.3 SCHEMATISCHE SAMENVATTING VAN BELEIDSTHEORIE PER DOCUMENT EN TOELICHTING

3.3.1 *Schema beleidstheorieën Engeland*

1994: Conduct of Business (later met de toevoeging ‘Sourcebook’)

Aanleidingen	Voor zover bekend: onder andere implementatie van de Derde Levensverzekeringsrichtlijn.
Doelen	<ul style="list-style-type: none"> – Begrijpen. – Vergelijken. <p>In een ander beleidsdocument wordt hieraan toegevoegd: het nemen van een geïnformeerde beslissing.</p>
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Zeer groot aantal gedetailleerde voorschriften. – Regelgever achtte standaardisatie wenselijk voor de vergelijkbaarheid. – Zowel voorschriften voor inhoud (onder andere standaardteksten en informatieonderdelen) als vormgeving (kleurgebruik, lettergrootte en visuele weergaven). Ook een op de persoon toegesneden kostentabel en standaardberekeningen. Voor het overige vrijheid voor de opsteller (bijvoorbeeld geen maximumomvang voorgeschreven). – Diverse open normen. – In overwegende mate <i>hard law</i>.
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – Beperkt rationele belegger. – Consument. – Eigen verantwoordelijkheid. – Wetgever wil wel aansluiten bij behoeften consument.
Evaluatieonderzoek	Nee, in ieder geval niet gevonden of beschikbaar.
Harmonisering	<ul style="list-style-type: none"> – Ja, door uitbreiding toepassingsbereik van levens- en pensioenproducten naar eveneens niet-levensproducten in 1997. – De voorschriften verschilden per soort product.

2007: Nieuw Conduct of Business Sourcebook

Aanleidingen	<ul style="list-style-type: none"> – De resultaten van de evaluatieonderzoeken naar de effectiviteit van bestaande informatieverschaffing en het document. – Een herbezinning van het COB (het wetboek waarin de regelgeving m.b.t. het document was neergelegd), inclusief de ontwikkeling naar meer <i>principles-based</i> regels. – De impact van MiFID I.
Doelen	<ul style="list-style-type: none"> – Begrijpen. – Vergelijken.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Aantal voorschriften gereduceerd.

	<ul style="list-style-type: none"> – Vervangen gedetailleerde voorschriften door algemene voorschriften en open normen: <i>principles based</i>-normen. – <i>Hard law</i>, maar het gaat om het handelen in overeenstemming met het doel van de regels, niet zozeer om het handhaven van de regels.
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – Consumenten. – ‘Gemiddelde belegger’ van wie een bepaalde mate van inspanning en verantwoordelijkheid mag worden verwacht. – Vooral aandacht voor gebruik document door consumenten in praktijk maar onduidelijk of en hoe dit werd vertaald in regelgeving.
Evaluatieonderzoek	<ul style="list-style-type: none"> – Onderzoek naar gebruik document in de praktijk (2000). – Vervolgonderzoek (2003) naar m.n. gebruik document in de praktijk.
Harmonisering	<ul style="list-style-type: none"> – Onder andere pakketproducten. – Enige harmonisatie: regels die alleen voor MiFID-ondernemingen golden, werden ook van toepassing verklaard op niet-MiFID ondernemingen.

2007 en 2009: niet-wetgevende maatregelen van de regelgever ter verhoging effectiviteit van het document

Aanleidingen	Toezichthouder wilde financiële instellingen handvatten bieden bij het opstellen van het document.
Doelen	Handvatten bieden.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Twee rapporten met ‘<i>good and poor practices</i>’: concrete voorbeelden van goede en foute dingen in document, zoals kleur- en taalgebruik (niet-bindend). – <i>Principles for Business</i> (bij COBS): juridisch bindend. – <i>Treating customer fairly outcomes</i> (bij COBS): niet-bindend. – <i>Regulatory Guide</i> (bij COBS): niet-bindend. <p>Hoewel de rapporten, <i>Outcomes</i> en <i>Guide</i> niet bindend zijn, kunnen ze wel een rol spelen bij de uitleg van andere regels of leiden tot handhavend optreden van de toezichthouder. De <i>Principles</i>, <i>Outcomes</i> en <i>Guide</i> zijn algemeen geformuleerde voorschriften met open normen.</p>
Belegger	N.v.t.
Evaluatieonderzoek	In de in 2007 en 2009 verschenen rapporten staan de resultaten van evaluatie van een groot aantal informatiedocumenten.
Harmonisering	Gelden voor alle financiële producten dus enige mate van harmonisering.

3.3.2 Toelichting per beleidsaspect

3.3.2.1 Aanleidingen

In Engeland werd een informatiedocument voor financiële producten in vergelijking met Nederland en Duitsland vroeg geïntroduceerd, namelijk in 1994. De aan-

leiding voor de introductie van het wetgevingspakket in 1994, waarvan het document onderdeel uitmaakte, was de implementatie van de Derde Levensverzekeringsrichtlijn. Meer dan twintig jaar later, in 2007, vond een nieuwe ingrijpende wijziging van de voorschriften plaats. Hiervoor bestonden drie aanleidingen. In de eerste plaats de resultaten van de evaluatieonderzoeken naar de effectiviteit van bestaande informatieverstopping en het informatiedocument. Hieruit bleek dat de informatieverstopping en het document op diverse punten problematisch waren. De tweede aanleiding was een herbezinning van het *Conduct of Business*, het wetboek waarin de regelgeving over het informatiedocument was opgenomen. In dat kader was er onder andere een ontwikkeling naar meer *principles-based* regels (zie daarover het onderdeel 'Regelgeving'). Tot slot was er de impact van de MiFID.

De ontwikkeling van het informatiedocument is in hoge mate padafhankelijk. Het is grotendeels het gevolg van de uitkomsten van door de financiële toezichthouder uitgevoerd onderzoek en Europese wetgeving. De onderzoeksresultaten van de uitgevoerde onderzoeken naar het document brachten problemen aan het licht, leidden tot voorstellen voor nieuwe regelgeving, consultatie en vervolgonderzoek en uiteindelijk, vele jaren later, tot nieuwe voorschriften.

3.3.2.2 *Doelen*

Welke doelen er volgens de regelgever met het informatiedocument nagestreefd worden, verschilt enigszins al naar gelang het beleidsdocument dat geraadpleegd wordt. Deze verschillen komen vermoedelijk gedeeltelijk doordat er geen toelichting werd opgenomen bij de introductie van het *Conduct of Business Sourcebook*. Hiervoor moeten dus de beleidsstukken van de regelgever, dat wil zeggen: de financiële toezichthouder, geraadpleegd worden. Hieruit kan worden afgeleid dat het document tot doel had en heeft om 1) beleggers te helpen om een geïnformeerde beslissing over het financiële product te nemen en 2) beleggers in staat te stellen om producten en aanbieders met elkaar te vergelijken. De verschillen in de beleidsdocumenten wat betreft de doelen lijken niet zozeer veroorzaakt te worden doordat de regelgever andere doelen voor ogen had, maar zijn vermoedelijk vooral een kwestie van verschillende formulering.

3.3.2.3 *Regelgeving*

Met de introductie van het informatiedocument in 1994 werden een zeer groot aantal gedetailleerde voorschriften van kracht. De regelgever achtte standaardisatie wenselijk in verband met de vergelijkbaarheid van producten en aanbieders (één van de doelen van het document). Het *Conduct of Business* bevatte bepalingen over de inhoud (zoals standaardteksten en informatieonderdelen) en vormgeving (zoals kleurgebruik, lettergrootte en visuele weergaven). Ook moest er een op de persoon toegesneden kostentabel in het document worden opgenomen en werden standaardberekeningen voorgeschreven. Ondanks de hoge mate van standaardisering

waren er diverse open normen in de regelgeving opgenomen. Voor het overgrote deel waren de voorschriften voor het document bindend.

In 2007 werden de gedetailleerde voorschriften vervangen door algemene voorschriften en veel open normen. Ook werd het aantal voorschriften drastisch gereduceerd. Hiermee is de ontwikkeling in Engeland tegengesteld aan de ontwikkeling in Nederland, Duitsland en op Europees niveau. De oorzaak hiervan was dat er in Engeland een ontwikkeling was naar *principles-based* normen en *high-level* regelgeving. Deze open normen moesten door financiële instellingen worden ingevuld met het oog op het achterliggende doel. Volgens de regelgever zouden financiële instellingen de informatie hierdoor beter kunnen afstemmen op de informatiebehoefte van de consument en flexibeler kunnen reageren op ontwikkelingen in de markt. Het grootste deel van de regelgeving voor het document was wederom bindend. Wel is het van belang dat het hierbij niet zozeer ging om het handhaven van de regels maar veeleer om het handelen in overeenstemming met het doel ervan. De ontwikkeling naar principles-based regelgeving kan mogelijk verklaard worden door de invloed die de financiële sector heeft uitgeoefend.⁶⁹ Er bestond tussen de regelgever en de financiële sector namelijk verschil van inzicht over de gedetailleerdheid waarmee de inhoud van het document moest worden voorgeschreven.⁷⁰ De financiële sector pleitte met name voor weinig standaardisatie en veel vrijheid voor de financiële sector bij het opstellen van het informatiedocument.⁷¹

De regelgever besloot in de periode van de nieuwe voorschriften eveneens om andere niet-wettelijke maatregelen te treffen om daarmee de effectiviteit van het document te verhogen. Zo werden er respectievelijk in 2007 en in 2009 twee rapporten gepubliceerd met handvatten voor het opstellen van het document (zogeheuten '*good and poor practices*'). Eveneens werden *Principles*, *Outcomes* en een *Guide* openbaar gemaakt. Deze bevatten voorschriften van algemene aard. De Principles zijn juridisch bindend. De rapporten, Outcomes en Guide zijn niet juridisch bindend, maar kunnen wel een rol spelen bij de uitleg van andere regels of leiden tot handhavend optreden van de toezichthouder. De nadruk wordt vooral gelegd op het behulpzaam zijn bij het opstellen van het document. Het afdwingen van bepaalde standaarden wordt minder van belang geacht.

Inmiddels is er in Engeland een trend waarneembaar waarbij *principles-based* regelgeving wordt vervangen door meer specifieke regelgeving. Dit werd veroorzaakt door de financiële crisis, het voorstel voor de MiFID II Richtlijn en Verordening en de *Retail Distribution Review* hervormingen door de Engelse toezichthou-

69. Zo zouden financiële instellingen en de regelgever op deze manier gepoogd hebben om effectieve regelgeving te ontwerpen waarmee snel kan worden ingespeeld op onder meer plotselinge ontwikkelingen. Principles-based regelgeving is sterk verbonden met de periode voor de financiële crisis. Zie Black 2010, p. 3.

70. Zie hierover bijvoorbeeld Gray & Hamilton 2006, p. 201.

71. Zie bijvoorbeeld FCA 17 juli 2003, p. 31.

der.⁷² Met betrekking tot het informatiedocument zijn er echter vooralsnog geen aanwijzingen dat er afstand wordt gedaan van de principles-based aanpak.

3.3.2.4 *Belegger*

Blijkens de literatuur hadden de regering⁷³ en de regelgever verschillende visies op de consument. De regering beschouwde de consument als rationele beslisser die onder andere de concurrentie tussen ondernemingen beïnvloedt en zelfbeheerst participeert op de financiële markten.⁷⁴ De regelgever (de toezichthouder) meende daarentegen dat consumenten minder rationeel waren en maakte zich zorgen over de grote hoeveelheid informatie en de begrijpelijkheid ervan.⁷⁵ Desalniettemin lijkt de regelgever ook van een behoorlijk rationele consument uit te gaan, hetgeen blijkt uit de geformuleerde doelen van het informatiedocument, die enige rationaliteit vereisen. Wel erkent de regelgever in 2002 dat de verantwoordelijkheid van de belegger niet onbegrensd is. De regelgever heeft veelvuldig getracht om aansluiting te zoeken bij de behoeften van de consument, namelijk door wat betreft de presentatie van de informatie tegemoet te komen aan de wensen van beleggers. Het beeld dat de regelgever van de belegger had, lijkt door de tijd heen min of meer hetzelfde gebleven. Wel lijkt het op te schuiven naar het beeld van een wat minder rationele belegger. Zo ging de regelgever in 2007 uit van een minder rationele belegger, namelijk een 'gemiddelde belegger' van wie een bepaalde mate van inspanning en verantwoordelijkheid mag worden verwacht. Ook lijkt de regelgever in toenemende mate aandacht te hebben voor irrationeel gedrag van de belegger.⁷⁶ In de onderzoeken naar het document werd namelijk vooral aandacht besteed aan de manier waarop het document door consumenten gebruikt wordt.⁷⁷ De aandacht voor de belegger lijkt echter niet te worden vertaald in regelgeving.

3.3.2.5 *Evaluatieonderzoek*

Evaluatieonderzoek heeft een belangrijke rol gespeeld bij de ontwikkeling van het informatiedocument in Engeland. Of er voorafgaand aan de introductie van het informatiedocument in 1994 onderzoeken zijn uitgevoerd, is onbekend. Echter, na de introductie van het document zijn vele evaluatieonderzoeken uitgevoerd. Zo verscheen in 2000 een onderzoek naar de wijze waarop het document door consumenten werd gebruikt. De problemen die hierdoor aan het licht kwamen, leidden

72. MacNeil 2012, p. 98, Moloney 2012, FSA Discussion Paper 11/1, januari 2011, p. 3, FCA juni 2011 en HM Treasury juni 2011. De *Retail Distribution Review* leidde tot enkele voorstellen om de verkoop van financiële producten aan consumenten te verbeteren, als gevolg van diverse misleidende verkopen die aan het licht waren gekomen.

73. Met name de Office of Fair Trading en de Department of Trade and Industry.

74. Zie bijvoorbeeld de visie van de Office of Fair Trading over de rol van de consument zoals naar voren komt in Vickers 2014, p. 287-310.

75. Zie Black 1997, p. 163.

76. Dit blijkt bijvoorbeeld ook uit bijvoorbeeld Better Regulation Executive & National Consumer Council 2007.

77. Onder andere FSA 2000 en FSA 2003.

tot vervolgonderzoek. Hiermee wilde de regelgever achterhalen in hoeverre de twee doelen van het document passende, haalbare en realistische doelen waren in het licht van de ervaringen die ermee waren opgedaan en de ontwikkelingen in de markt en regelgeving. De resultaten hiervan werden neergelegd in een rapport dat in 2003 werd gepubliceerd. Bij het onderzoek werd rekening gehouden met de manier waarop consumenten beslissingen nemen. Een beperking is echter, dat geen acht werd geslagen op de wetenschappelijke inzichten hieromtrent (zie over de beperkingen van de onderzoeken uitgebreid hoofdstuk 7). Ook lijkt het erop dat niet zozeer de begrijpelijkheid werd getest, maar veeleer de perceptie van begrijpelijkheid, namelijk of beleggers het naar eigen zeggen begrijpelijk vinden in plaats van het stellen van testvragen (zie hierover eveneens hoofdstuk 7). De rapporten uit 2000 en 2003 vormden mede de aanleiding voor een wijziging van de regelgeving met betrekking tot het Key Features Document. Tevens onderzocht de regelgever in de aanloop naar de wijziging van de regels in 2007 diverse alternatieven voor het informatiedocument, zoals een Quick Guide voor levens- en pensioenproducten.⁷⁸

In het kader van de niet-wetgevingsmaatregelen die de regelgever nam, werd in 2007 een rapport gepubliceerd met een evaluatie van 200 informatiedocumenten. De reden hiervan was dat de regelgever sterk twijfelde aan de kwaliteit van deze documenten. Uit het onderzoek kwam naar voren dat er vele verbeteringen mogelijk waren. De regelgever riep daarom financiële instellingen op om hun documenten te verbeteren op basis van het rapport en door de regelgever georganiseerde seminars en workshops. Een vergelijkbaar onderzoek werd een paar jaar later herhaald. Uit dat in 2009 gepubliceerde rapport bleek dat een groot deel van de documenten was verbeterd. Wederom werden er diverse 'good and poor practices' geïllustreerd.

3.3.2.6 *Harmonisatie*

Over harmonisering wordt er door de regelgever niet veel geschreven. Wel kan geconcludeerd worden dat de regelgeving met betrekking tot het informatiedocument van toepassing was op een steeds groter wordende groep financiële producten, namelijk van levens- en pensioenproducten (1994) en niet-levensproducten (1997), naar onder meer alle soorten pakketproducten. Dit leidde dus tot enige mate van harmonisering van producten.

3.4 CONCLUSIE

In Engeland bestaat het Key Features Document sinds 1994. De **aanleiding** voor dit document en latere wijzigingen was in de eerste plaats nieuwe wetgeving die

78. Hierin moest de nadruk worden gelegd op de aspecten die voor een belegger van belang zijn bij het nemen van een beslissing over de aanschaf van een financieel product.

invloed had op de voorschriften voor het Key Features Document.⁷⁹ Daarnaast is de ontwikkeling van het Key Features Document padafhankelijk aangezien de wijzigingen vaak voortkwamen uit geconstateerde problemen met het document.

De **doelen** die met het Key Features Document worden nagestreefd verschillen al naar gelang het beleidsdocument dat geraadpleegd wordt. Al met al heeft het document twee doelen, namelijk financiële producten begrijpelijk en vergelijkbaar maken voor consumenten.

Op het gebied van **regelgeving** onderscheidt Engeland zich sterk van de ontwikkeling die zich op Europees niveau en in Nederland en Duitsland heeft voorgedaan. Aanvankelijk was er een zeer groot aantal gedetailleerde voorschriften op het Key Features Document van toepassing. Hiermee werd standaardisatie beoogd, hetgeen de vergelijkbaarheid van financiële producten ten goede moest komen. Desondanks bevatte de regelgeving wel enkele open normen. De meeste voorschriften die betrekking hadden op het document waren bindend van aard. In 2007 veranderde de regelgeving voor het Key Features Document drastisch. Dit had te maken met de ontwikkeling naar *principles-based* normen en *high-level* regulering die zich in Engeland voordeed. Deze ontwikkeling kenmerkt zich onder meer door het feit dat er minder waarde werd gehecht aan het handhaven van de regels maar veeleer aan het handelen in overeenstemming met het achterliggende doel van de regels. In de eerste plaats had dit tot gevolg dat het aantal voorschriften voor het Key Features Document sterk werd gereduceerd. Ten tweede werden de gedetailleerde voorschriften vervangen door algemene voorschriften en veel open normen. Opstellers kregen hierdoor veel vrijheid bij het opstellen van het Key Features Document. Het grootste deel van de regelgeving bleef overigens juridisch bindend. Wel trof de regelgever naast deze bindende voorschriften vanaf 2007 diverse niet-wettelijke maatregelen die de effectiviteit van het Key Features Document ten goede moesten komen. Illustratief zijn twee rapporten met '*good and poor practices*': handvatten voor het opstellen van het document. Tevens zagen *Principles*, *Outcomes* en een *Guide* het levenslicht. Alleen de *Principles* waren juridisch bindend, hoewel de rapporten, *Outcomes* en de *Guide* een rol kunnen spelen bij de uitleg van andere regels of het handhavend optreden van de toezichthouder. Geconstateerd kan worden dat niet zozeer het handhaven van de regels maar veeleer het behulpzaam zijn bij het opstellen van een zo goed mogelijk document de insteek van de regelgever werd.

De regering en de regelgever hadden verschillende visies op de **belegger**. Beiden waren het erover eens dat consumenten de doelgroep van het document zijn. Er bestond echter verschil van inzicht over de veronderstelde mate van rationaliteit en hun verantwoordelijkheid. De regering zag de belegger als rationele beslisser met een grote mate van verantwoordelijkheid. De regelgever (de toezichthouder)

79. Zoals een nieuwe Europese Richtlijn of de wijziging van het COBS (waarin de regels voor het Key Features Document waren opgenomen) naar meer principles-based voorschriften.

beschouwde de belegger daarentegen als minder rationeel en benoemde ook diens beperkingen. Desalniettemin gaat zelfs de regelgever, gezien de doelen van het document, uit van een relatief hoge mate van rationaliteit. Dit lijkt in de loop van de jaren wel iets gematigder te zijn geworden (de regelgever schrijft dan over een 'gemiddelde belegger' van wie een bepaalde mate van inspanning verwacht mag worden). De regelgever gaf reeds bij de introductie van het Key Features Document aan dat getracht werd om aan te sluiten bij de behoeften van beleggers. Pas later werd de daad bij het woord gevoegd door diverse evaluatieonderzoeken waarmee daadwerkelijk inzicht verkregen kon worden in de behoeften van beleggers. Deze onderzoeken komen vermoedelijk voort uit het verlangen van de regelgever om het gebruik van het Key Features Document te bevorderen. Hoewel de resultaten van deze onderzoeken mede een aanleiding vormden voor nieuwe voorschriften, is het onduidelijk of en hoe deze resultaten werden vertaald in de regelgeving.

Evaluatieonderzoek heeft vanaf 2000 een grote rol gespeeld bij de ontwikkeling van het Engelse informatiedocument. Deze onderzoeken vormden mede de aanleiding voor een wijziging van de regelgeving in 2007. Met name het gebruik en de begrijpelijkheid van het document stonden in de evaluatieonderzoeken centraal. Tevens werden alternatieven voor een informatiedocument verkend. Evaluatieonderzoek heeft ook op een niet-wetgevende manier invloed gehad. Zo leidde de evaluatie van 200 Key Features Documents in 2007 tot de conclusie dat veel van deze documenten van onvoldoende kwaliteit waren. De regelgever riep daarop financiële instellingen op om op basis van het rapport hun documenten te verbeteren. Daartoe werden er tevens workshops en seminars georganiseerd. In 2009 bleek dat de meeste informatiedocumenten waren verbeterd. De rapporten vormden dus aanleiding tot daadwerkelijke verandering en bevatten onder andere aanwijzingen voor de wijze waarop een informatiedocument het beste opgesteld kan worden.

De regelgever schrijft vrijwel niets over **harmonisering**. Hieruit kan geconcludeerd worden dat dit geen grote rol speelde bij de introductie van het Key Features Document en de wijzigingen in de regelgeving die later werden aangebracht. Al met al kan de beleidstheorie die ten grondslag ligt aan het Key Features Document als volgt worden weergegeven.

Overzicht ontwikkeling beleidstheorieën in Engeland

Aanleidingen	<ul style="list-style-type: none"> – Padafhankelijk. – Nieuwe Europese regelgeving of herbezinning nationale wetgeving.
Doelen	<ul style="list-style-type: none"> – Verschilt per beleidsdocument. – Begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Van veel naar weinig voorschriften. – Van redelijk hoge mate van standaardisatie naar algemene voorschriften.

Belegger	– Vanaf het begin aandacht voor vormgeving.
	– Deels bindende voorschriften.
	– Diverse open normen, vooral sinds 2007.
	– Vanaf 2007 veel niet wettelijke (en vaak niet bindende) maatregelen.
	– Consument.
	– Verschil tussen regering en regelgever over rationaliteit en verantwoordelijkheid.
Evaluatieonderzoek	– Vooral rationeel en verantwoordelijk maar minder absoluut na verloop van tijd.
	– Regelgever wil aansluiten bij behoeften van belegger maar daaraan wordt pas later handen en voeten gegeven door onderzoeken. Lijkt niet te worden vertaald in regelgeving.
	– Speelde een grote rol (vanaf 2000).
Harmonisering	– Lijkt geen rol te spelen.

4.1 INLEIDING

In Nederland bestaat er sinds 2001 voor aanbieders van complexe financiële producten een plicht om beleggers door middel van een kort precontractueel document te informeren. Tot 2018 moesten beleggers daarom de beschikking krijgen over een zogeheten Financiële Bijsluiter. Door de inwerkingtreding van de PRIIPs-Verordening is dit document vervangen door het Key Information Document, in het Nederlands het Essentiële-informatiedocument. De reden hiervoor was dat de producten waarvoor deze documenten verschaft moeten worden grotendeels gelijk zijn.

Hierna zal allereerst worden ingegaan op de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan de voorganger van het KID, namelijk de Financiële Bijsluiter. In paragraaf 4.2 zal dit worden gedaan aan de hand van de ontwikkeling van dit document en komen achtereenvolgens de introductie ervan (4.2.1), de gewijzigde regelgeving in 2006 (paragraaf 4.2.2) en de latere wijzigingen ten gevolge van onder meer de PRIIPs-Verordening aan de orde (paragraaf 4.2.3). Paragraaf 4.3 bevat een schematische samenvatting en een toelichting van de beleidstheorieën per beleidsaspect. Daarna volgt de conclusie (paragraaf 4.4).

4.2 BELEIDSTHEORIEËN IN DE LOOP VAN DE JAREN IN CONTEXT

4.2.1 *Introductie van de Financiële Bijsluiter (2001)*

In 2001 deed in Nederland de Financiële Bijsluiter zijn intrede met het Besluit Financiële Bijsluiter en de uitwerking daarvan in de Nadere Regeling Financiële

Bijsluiter.¹ Hieraan ging een periode vooraf waarin de regelgeving met betrekking tot informatieverstrekking aan consumenten van financiële diensten tegen het licht gehouden werd. Er bestonden drie aanleidingen voor deze herbezinning:²

1. De snelle productontwikkeling op de financiële markten riep de vraag op of de bestaande regelgeving nog steeds adequaat was. Door de productontwikkeling waren er namelijk verschillende producten met eenzelfde doel gekomen.
2. De toenemende vervaging van grenzen tussen financiële sectoren waardoor er ook combinaties van producten ontstonden, zoals beleggingshypotheeken, die veel complexer waren dan de daarvoor bestaande producten. Bovendien was de regelgeving historisch vaak sectorgewijs ontstaan. De vervaging van grenzen tussen producten en aanbieders bracht het risico van overlap en niet-gemotiveerde verschillen met zich.
3. Het idee dat de eigen verantwoordelijkheid van consumenten in een steeds dynamischer wordend financieel speelveld zijn basis vindt in adequate informatieverstrekking.

Uit de analyse bleek dat verbetering mogelijk en wenselijk was op de volgende, voor informatieverstrekking relevante, gebieden:³

- Inhoudelijke consistentie van informatie: de voorschriften voor informatieverstrekking verschilden al naar gelang de sector. Deze verschillen waren niet gerelateerd aan de karakteristieken van het financiële product.
- Verstrekkingwijze van informatie: de manier waarop informatie aan consumenten verstrekt moest worden, verschilde per sector. Soms bestond er een actieve dan weer een passieve verstrekkingplicht. Voor consumenten leidde dit tot niet-inhoudelijk gemotiveerde verschillen tussen producten.
- Inzichtelijkheid: de bestaande informatieplichten waren met name gericht op de inhoud van de informatie die verstrekt moest worden. De overzichtelijkheid en de inzichtelijkheid van deze informatie kregen hierdoor onvoldoende aandacht.
- Naleving van de eisen: de informatieverplichtingen verschilden per sector. Zo bestond er onder andere zelfregulering en volledige regelgeving. Het werd

1. Besluit van 20 december 2001 houdende regels met betrekking tot het door financiële ondernemingen ter beschikking stellen van een Financiële Bijsluiter bij complexe producten, *Stb.* 2001, 670, datum inwerkingtreding: 1 juli 2002 (*Stb.* 2002, 123), Regelingen van 24 december 2001 en 24 januari 2002 tot wijziging van de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer (Regeling van 24 december 2001 houdende uitvoering van de artikelen 2, tweede, derde en vijfde lid en 3, tweede en derde lid van het Besluit Financiële Bijsluiter, *Stcrt.* 28 december 2001, nr. 250, p. 129 respectievelijk Regeling van 24 januari 2002, *Stcrt.* 20 januari 2002, nr. 21, p. 34).

2. *Kamerstukken II* 1998/99, 26 676, nr. 1. Strikt genomen zijn dit dus niet de aanleidingen voor het document, maar ontwikkelingen die volgens de minister aanleiding waren om de bestaande regelgeving ten aanzien van informatieverstrekking voor financiële producten tegen het licht te houden.

3. *Kamerstukken II* 1998/99, 26 676, nr. 1, p. 3-4.

wenselijk geacht dat de naleving van de diverse soorten verplichtingen in alle sectoren materieel gelijk was.

Deels overlappend, maar anders geformuleerd, speelde volgens de minister voor consumenten het probleem dat zij niet makkelijk inzicht konden krijgen in de wezenlijke kenmerken van complexe producten of deze producten konden vergelijken met andere soortgelijke producten.⁴ In overeenstemming hiermee bleek uit een onderzoek van NIPO dat bij veel consumenten inderdaad de behoefte bleek te bestaan aan een heldere uitleg over een financieel product dat zij voornemens waren om aan te schaffen.⁵ De introductie van de Financiële Bijsluiter had daarom drie doelen:⁶

1. Primair: het inzicht geven in de belangrijkste kenmerken en risico's van een financieel product zodat een consument zich snel en relatief eenvoudig een oordeel kan vormen over de aard van het product dat hij overweegt te kopen.
2. Secundair: het vergelijkbaar maken van verschillende producten van eenzelfde soort.
3. Tertiair: het geven van de mogelijkheid tot het maken van keuzes tussen verschillende soorten producten.

De genoemde doelen werden destijds geformuleerd door de Raad van Financiële Toezichthouders (de RFT).⁷ Ze komen in hoofdlijnen overeen met de doelen die de wetgever noemde, aangezien deze ook de nadruk legt op de inzichtelijkheid en vergelijkbaarheid die met het document bevorderd dienen te worden.⁸ Een klein verschil is wel, dat de RFT onderscheid maakt tussen het sectoraal en cross-sectoraal vergelijken van financiële producten, iets wat de wetgever niet in het bijzonder doet. Dit onderscheid lijkt echter vooral voort te vloeien uit de wijze van formuleren omdat indirect uit de tekst van de wetgever afgeleid kan worden dat hij dit vermoedelijk ook op het oog had.⁹

De regelgeving met betrekking tot de Financiële Bijsluiter werd in de eerste plaats neergelegd in het Besluit Financiële Bijsluiter. Het aantal voorschriften in dit Besluit was beperkt, namelijk slechts zes artikelen.¹⁰ Het Besluit bevatte voornamelijk algemeen geformuleerde, dus weinig specifieke, voorschriften.¹¹ Het meest concreet was het voorschrift waarin een limitatief aantal onderwerpen werd

4. *Kamerstukken II 1998/99*, 26 676, nr. 1.

5. NIPO 8 juni 2001 (Management summary), p. 6, NIPO 8 juni 2001, p. 8 en RFT 5 juli 2001, p. 2.

6. RFT 5 juli 2001, p. 4.

7. De Raad van Financiële Toezichthouders (RFT) was een samenwerkingsverband van drie toezichthouders.

8. *Kamerstukken II 1998/99*, 26 676, nr. 1, p. 6.

9. *Kamerstukken II 1998/99*, 26 676, nr. 1.

10. Waarvan bovendien bijvoorbeeld twee artikelen betrekking hadden op de datum van inwerking-treding van het Besluit en de wijze waarop het Besluit moest worden aangehaald.

11. Zie hierover onder meer Hoff 2003, p. 70-74.

genoemd dat in de Financiële Bijsluiter opgenomen mocht worden.¹² Verder werden er vooral veel open normen gebruikt. Zo moesten de onderwerpen bijvoorbeeld 'in duidelijke en voor de afnemer begrijpelijke bewoordingen worden behandeld'.¹³ Wat precies duidelijk is en voor de afnemer begrijpelijke bewoordingen zijn, wordt niet geconcretiseerd.

De nadere uitwerking van het Besluit werd ten behoeve van standaardisering gedelegeerd aan een 'toezichthoudende autoriteit'. De minister streefde door deze uitwerking naar een zekere mate van standaardisering, aangezien hij wenste dat de voorschriften voor de Financiële Bijsluiter 'voor zover mogelijk uniforme regels' dienden te zijn.¹⁴ Al met al bevat de Nadere Regeling Financiële Bijsluiter (NRFB) relatief concrete voorschriften ten aanzien van de inhoud van het document en de wijze waarop deze aan de consument beschikbaar moet worden gesteld. Zo worden de titels voorgeschreven die in de Financiële Bijsluiter opgenomen moeten worden, evenals de volgorde waarin deze in het document moeten staan.¹⁵ Tevens wordt ook behoorlijk uitgebreid vermeld welke informatie in de informatieonderdelen moet staan.¹⁶ Diverse open normen worden in de NRFB geconcretiseerd. In de bijlagen bij de NRFB stonden bijvoorbeeld standaardmethoden op grond waarvan risico's, kosten en rendementen weergegeven en berekend moesten worden.¹⁷ Ook bevatte de NRFB diverse voorschriften over de vormgeving van de Financiële Bijsluiter. Zo moesten de naam en het logo van een financiële onderneming een plaats krijgen op het document.¹⁸ Eveneens werden er enkele standaardteksten voorgeschreven.¹⁹

Ondanks het feit dat de NRFB behoorlijk specifieke regels bevatte, waren er toch diverse open normen in opgenomen. Zo diende de Financiële Bijsluiter 'duidelijke en begrijpelijke bewoordingen' te bevatten.²⁰ Ook moest het document zich duidelijk onderscheiden van andere informatiebronnen en goed herkenbaar zijn.²¹ Wanneer dit precies het geval was, wordt nergens toegelicht. Bovendien werd de maximumomvang van het document niet voorgeschreven. Dit is opmerkelijk, aangezien bij de totstandkoming van de regelgeving en in het Besluit diverse malen werd benadrukt dat het belangrijk is dat de Financiële Bijsluiter een kort en bondig document is.²²

Bij de totstandkoming van de regelgeving is er aandacht besteed aan de doelgroep van het informatiedocument: de belegger. Er werd namelijk expliciet ver-

12. Art. 3 lid 1 sub a t/m j Besluit Financiële Bijsluiter.

13. Art. 3 lid 1 Besluit Financiële Bijsluiter.

14. Besluit Financiële Bijsluiter, *Stb.* 2001, 670, p. 10 (Nota van toelichting).

15. Bijlage 1 NRFB.

16. Art. 12 t/m 25 NRFB.

17. Bijlage 2, 3 en 4 bij de NRFB.

18. Bijlage 1 NRFB.

19. Bijvoorbeeld art. 13 NRFB.

20. Art. 12 NRFB.

21. Art. 9 lid 2 sub c NRFB.

22. RFT 5 juli 2001, p. 5 en art 9 lid 2 sub a NRFB.

meld dat bij het opstellen van de Financiële Bijsluiter moest worden uitgegaan van een 'gemiddelde' consument.²³ Hieronder werd verstaan: '...een consument zonder specifieke kennis van de financiële wereld, van de juridische finesses van zijn keuzes en de economische achtergronden van rendementen en risico's.'²⁴ Hieruit blijkt dat de belegger niet alleen als objectief, rationeel calculerend wezen werd gezien, maar dat ook diens tekortkomingen - zoals beperkte kennis - werden onderkend. Anderzijds lijkt bij de wetgever tevens het beeld van een rationele consument te bestaan. Dit blijkt onder andere uit het causale verband dat de minister aanneemt als hij schrijft: 'Vergroting van de transparantie zal de consumenten beter in staat stellen om financiële producten te beoordelen en met elkaar te vergelijken.'²⁵ Dat de wetgever een rationele belegger voor ogen had, blijkt bovendien impliciet uit de geformuleerde doelen van de Financiële Bijsluiter. Er werd immers aangenomen dat dit document beter inzicht in een financieel product zou geven en verschillende producten vergelijkbaar zou maken.²⁶ De wetgever legde bovendien een groot deel van de verantwoordelijkheid voor het nemen van een financiële beslissing bij de consument door te benadrukken: 'Waar adequate informatie beschikbaar is, heeft de consument vervolgens een eigen verantwoordelijkheid in het gebruik ervan.'²⁷

Dat de wetgever de mening en behoeften van de consument van belang achtte, blijkt uit het feit dat in de aanloop naar de introductie van de Financiële Bijsluiter redelijk uitgebreid onderzoek is verricht. In april en mei 2001 heeft het NIPO namelijk een consumentenonderzoek uitgevoerd naar de bruikbaarheid van een door de Raad van Financiële Toezichthouders ontwikkeld ontwerp Financiële Bijsluiter.²⁸ Door middel van het onderzoek moest achterhaald worden in hoeverre dit document aansloot bij de wensen en behoeften van consumenten. Eveneens werden aspecten als volledigheid, inzichtelijkheid en begrijpelijkheid van het document bestudeerd. Over de vraag of de begrijpelijkheid onderzocht is, bestaat verwarring.²⁹ Bestudering van het uitgevoerde onderzoek leidt voor mij tot de conclusie dat niet zozeer de begrijpelijkheid, maar veeleer de perceptie is onderzocht (zie hierover uitgebreid hoofdstuk 7). Ook de wetgever is op dit punt inconsistent. Die achtte het namelijk van belang dat de informatie in de Financiële Bijsluiter begrijpelijk is, maar besteedde verder niet expliciet aandacht aan de vraag hoe dit

23. Besluit Financiële Bijsluiter, *Stb.* 2001, 670, p. 11 (Nota van toelichting).

24. RFT 5 juli 2001, p. 3. Er was ook een definitie van een 'afnemer' in het Besluit Financiële Bijsluiter opgenomen (art. 1 sub b Besluit Financiële Bijsluiter).

25. *Kamerstukken II* 1998/99, 26676, nr. 1, p. 8. Hoewel het geen keihard causaal verband betreft omdat er staat '...beter in staat stellen...' in plaats van bijvoorbeeld '...in staat stellen...'.

26. RFT 5 juli 2001, p. 4.

27. *Kamerstukken II* 1998/99, 26676, nr. 1, p. 4.

28. RFT 5 juli 2001.

29. Volgens de RFT werd begrijpelijkheid getoetst (RFT 5 juli 2001, p. 3). Ook het NIPO refereert aan begrijpelijkheid. Tegelijkertijd tekent NIPO aan, dat begrijpelijkheid buiten beschouwing blijft (NIPO 8 juni 2001 (Management summary, p. 2).

daadwerkelijk bereikt zou kunnen worden.³⁰ De wetgever had bijvoorbeeld de toezichthouder (de Autoriteit Financiële Markten, AFM) kunnen verzoeken om ten aanzien van de begrijpelijkheid aanbevelingen te formuleren, maar dit is niet gebeurd. Wel sprak de wetgever het voornemen uit om de Financiële Bijsluiter een of twee jaar na de introductie te evalueren.³¹

De wetgever koos bij de analyse van problemen op het gebied van informatieverstrekking op de financiële markten voor een sectoroverstijgende aanpak.³² Dit vond zijn weerslag in de regelgeving en leidde daarmee tot enige mate van harmonisering van producten.

4.2.2 *Aanpassing van de Financiële Bijsluiter (2006)*

De evaluatie van de Financiële Bijsluiter die de wetgever en de AFM bij de introductie van het document reeds aankondigden, vond enkele jaren later plaats. In 2004 werden de resultaten van dit onderzoek naar de effectiviteit van de Financiële Bijsluiter gepubliceerd.³³ Het onderzoek was uitgevoerd onder consumenten, intermediairs en aanbieders en vormde de aanleiding voor herziening van de voorschriften van de Financiële Bijsluiter.³⁴

Uit het rapport (dat ook aan de orde komt in hoofdstuk 7) bleek, dat de doelstellingen van de Financiële Bijsluiter breed gesteund werden door consumenten, intermediairs en aanbieders maar dat er tegelijkertijd verbetering mogelijk was bij het bereiken van deze doelen.³⁵ Er werd namelijk veel commentaar geleverd op de Financiële Bijsluiter.³⁶ Consumenten waren met name ontevreden over de herkenbaarheid, lengte, leesbaarheid, begrijpelijkheid en de vergelijkingsmogelijkheden. Volgens hen liet de Financiële Bijsluiter veel vragen over, was het moeilijk te lezen en te algemeen, bevatte het teveel tekst en vereiste het mondelinge toelichting.³⁷ Er bleek al met al behoefte aan een slanker, eenvoudiger en beter toegankelijke Financiële Bijsluiter.

Toen op 1 juli 2006 het Besluit Financiële Dienstverlening (BFD) in werking trad, verviel daarmee het Besluit Financiële Bijsluiter.³⁸ In het nieuwe Besluit werden diverse onderwerpen geregeld, waaronder de informatieverstrekking van een

30. Art. 12 NRFB.

31. *Kamerstukken II* 2001/02, 26676, nr. 5 en Nota van toelichting bij Nadere Regeling Financiële Bijsluiter (*Stcrt.* 2002, nr. 121).

32. *Kamerstukken II* 1997/98, 25600 IXB, nr. 19, p. 3 en 4.

33. Millward Brown/Centrum 2004.

34. *Kamerstukken II*, 2004/05, 29507, nr. 28.

35. Evenzo *Kamerstukken II*, 2003/04, 26676, nr. 7.

36. Millward Brown/Centrum 2004, p. 18, 39 en 58. Kritiek die ook al naar voren kwam voordat de resultaten van het evaluatieonderzoek verschenen van onder meer de Nederlandse Vereniging van Banken, de Consumentenbond en verzekeraar Aegon. Zie daarover Douwes 29 januari 2004.

37. Millward Brown/Centrum 2004, p. 21.

38. Besluit van 15 december 2005, houdende regels voor de financiële dienstverlening (Besluit Financiële Dienstverlening), *Stb.* 2005, 676.

financiële dienstverlener aan consumenten. Ook werden in het Besluit de nieuwe regels voor de Financiële Bijsluiter opgenomen.

De doelen van de nieuwe regelgeving kwamen overeen met de doelen zoals geformuleerd ten tijde van de introductie van de Financiële Bijsluiter, namelijk: het bieden van inzicht in complexe financiële producten en het faciliteren van gemakkelijker vergelijkbaarheid.³⁹ Daarnaast schreef de wetgever in meer algemene zin over de doelen van informatieverschaffing aan consumenten, waarmee tevens inzicht wordt verschaft in het beeld dat de wetgever van de belegger had.⁴⁰ Adequate informatieverstrekking werd namelijk gezien als een basisvoorwaarde voor consumenten om invulling te kunnen geven aan de eigen verantwoordelijkheid bij de aanschaf van een financieel product.⁴¹ De wetgever gaat aldus uit van een rationele consument die op grond van informatie tot een betere beslissing komt en daartoe ook de verantwoordelijkheid draagt. Het verschaffen van informatie diende de informatieachterstand van de consument ten opzichte van de financiële dienstverlener te verminderen.⁴² Op basis van alle informatie zou de consument namelijk in staat worden gesteld om de aangeboden producten op waarde te schatten, te vergelijken en eventueel een (professionele) derde om advies vragen bij zijn keuze.⁴³ Bovendien zou de vergrote transparantie het prijsmechanisme op de markt voor financiële producten ten goede moeten komen, aldus de wetgever.

Het Besluit was een uitwerking van de Wet financiële dienstverlening. Op grond van deze wet moest de informatieverstrekking van financiële dienstverleners aan consumenten feitelijk juist, voor de consument begrijpelijk en niet misleidend zijn.⁴⁴ De wetgever erkende dat dergelijke open normen financiële dienstverleners en consumenten onvoldoende duidelijkheid verschaffen over wat van hen verwacht wordt.⁴⁵ Daarom werd dit algemene voorschrift met het Besluit financiële Dienstverlening geconcretiseerd. Volgens de wetgever zijn de informatieverplichtingen in dat Besluit, waaronder dus de Financiële Bijsluiter, zoveel mogelijk gestandaardiseerd en daarmee geschikt gemaakt voor gebruik door zoveel mogelijk financiële dienstverleners in zoveel mogelijk gelijk te stellen handelssituaties.⁴⁶ Dit had tot doel om de duidelijkheid van de informatieverplichtingen die golden voor de financiële sector te verbeteren en ongerechtvaardigde verschillen tussen sectoren ongedaan te maken.⁴⁷ De wetgever streefde dus zowel standaardisatie als harmonisatie na.

39. *Kamerstukken II*, 2003/04, 26676, nr. 7.

40. Besluit Financiële Dienstverlening, *Stb.* 2005, 676, p. 69 (Nota van toelichting). Hieronder vallen bijvoorbeeld reclame-uitingen, postcontractuele informatieverplichtingen en in het kader van dit boek het meest relevant: de Financiële Bijsluiter

41. Besluit Financiële Dienstverlening, *Stb.* 2005, 676, p. 69 (Nota van toelichting).

42. *Idem.*

43. *Idem.*

44. Art. 30 Wet financiële dienstverlening.

45. Besluit Financiële Dienstverlening, *Stb.* 2005, 676, p. 69 (Nota van toelichting).

46. *Idem.*, p. 71.

47. *Idem.*

Het nieuwe Besluit zorgde op diverse punten voor verandering in de regelgeving met betrekking tot de Financiële Bijsluiter. Zo werd het aantal producten uitgebreid waarvoor een Financiële Bijsluiter opgesteld moest worden, hetgeen ook tot meer harmonisatie van producten leidde. In de tweede plaats werd de actieve verstrekkingsplicht vervangen door een passieve verstrekkingsplicht. Hiermee werd beoogd dat consumenten de Financiële Bijsluiter eerder in het aankoopproces zouden ontvangen.⁴⁸ De informatie in de Financiële Bijsluiter kon hierdoor, zoals voordien vaak het geval was, niet meer worden toegesneden op de persoon. In het vervolg diende daarom bij het opstellen gebruik te worden gemaakt van een 'maatmens': een gestandaardiseerde bijsluiter voor een bepaalde leeftijdscategorie en geslacht.⁴⁹ Ten derde werd het aantal informatiecategorieën gereduceerd waarover informatie moest worden opgenomen.⁵⁰ Volgens de wetgever was het namelijk gezien de resultaten van het onderzoek wenselijk om de Financiële Bijsluiter te verkorten.⁵¹ Overigens was de aandacht voor het beperken van de omvang van de Financiële Bijsluiter niet nieuw aangezien de wetgever dit ook reeds benadrukte in het Besluit Financiële Bijsluiter.⁵²

De regels met betrekking tot de Financiële Bijsluiter werden nader uitgewerkt in de Nadere Regeling Financiële Dienstverlening (hierna: NRFD).⁵³ In verband met de vergelijkbaarheid van complexe producten achtte de wetgever het namelijk voor consumenten van belang dat de informatie over de belangrijkste financiële kenmerken van het complexe product gestandaardiseerd werd.⁵⁴ Dit had een grote hoeveelheid zeer specifieke voorschriften tot gevolg die weinig ruimte boden voor invulling door de opsteller van het document. Zo moest de Financiële Bijsluiter worden opgesteld conform de bijlagen die waren opgenomen bij de NRFD.⁵⁵ Uit deze bijlagen vloeiende impliciet voort dat dit document maximaal uit twee pagina's van A4-formaat mocht bestaan.⁵⁶ In de Nadere Regeling werd bovendien gedetailleerd uitgewerkt welke informatie in de Financiële Bijsluiter moest worden opgenomen. Er werden diverse teksten voorgeschreven,⁵⁷ evenals de volgorde van informatie en de vormgeving (zoals visuele weergaven). Daarnaast bevatte de

48. Besluit Financiële Dienstverlening, *Stb.* 2005, 676, artikelsgewijze toelichting bij art. 28. Dit in overeenstemming met de wens van consumenten die naar voren kwam in het evaluatieonderzoek.

49. Besluit Financiële Dienstverlening, *Stb.* 2005, 676, p. 84.

50. Art. 39 lid 1 sub a t/m g Besluit Financiële Dienstverlening.

51. Besluit Financiële Dienstverlening, *Stb.* 2005, 676, artikelsgewijze toelichting bij art. 39.

52. RFT 5 juli 2001, p. 5 en art 9 lid 2 sub a NRFB.

53. Nadere Regeling van de Autoriteit financiële Markten van 7 februari 2006, houdende regels voor de informatieverstreking bij complexe producten (Nadere Regeling Financiële Dienstverlening), *Stcrt.* 2006, 36.

54. Nadere Regeling Financiële Dienstverlening, *Stcrt.* 2006, 36, p. 19 (toelichting).

55. Art. 4 jo. Bijlage 2 en 3 NRFD.

56. Het vloeit overigens ook voort uit de beschrijving van de informatie die in de Financiële Bijsluiter moet worden opgenomen. In art. 4 lid 2 NRFD wordt namelijk uitgewerkt welke informatie op pagina één en pagina twee van het document dient te staan.

57. Zoals waarschuwingen, bijvoorbeeld art. 5 NRFD.

Nadere Regeling voorschriften voor de wijze waarop berekeningen uitgevoerd moesten worden, zoals de berekening van risico's, kosten en opbrengsten.⁵⁸

Naast hetgeen hiervoor al werd geschreven over de belegger, besteedde de wetgever verder ook veel aandacht aan de doelgroep van de Financiële Bijsluiter. In het bijzonder ging de wetgever in op de vraag hoe de verantwoordelijkheid van de financiële dienstverlener voor het verschaffen van begrijpelijke informatie zich verhoudt tot de verantwoordelijkheid van de consument. Volgens de wetgever mag de financiële dienstverlener wat de begrijpelijkheid van de Financiële Bijsluiter betreft, uitgaan van de 'gemiddelde consument'.⁵⁹ Een dergelijke consument is bereid om zich in de aangeboden informatie te verdiepen om zodoende na te gaan wat de kenmerken en risico's van een financieel product zijn en te bepalen of het product voor hem geschikt is. Mocht een consument daartoe niet in staat zijn, dan dient hij daarvoor hulp te zoeken. Volgens de wetgever hoeft de informatie in de Financiële Bijsluiter niet afgestemd te worden op goedgelovige consumenten die zich niet verdiepen in wat ze kopen en daardoor eenvoudig te misleiden zijn.⁶⁰ Hieruit blijkt wederom dat bij de wetgever het beeld van een in hoge mate rationele belegger bestaat (zie over het verschil tussen rationeel en irrationeel uitgebreid paragraaf 8.5.1 en 8.5.2). Daarbij tekent de wetgever wel aan dat naarmate het product of de dienst complexer of risicovoller is, van de consument minder kennis en inzicht kan worden verwacht en de informatie daarop toegesneden zal moeten worden.⁶¹

In aanvulling op hetgeen reeds over het Besluit Financiële Dienstverlening werd geschreven, moet worden opgemerkt dat met dit Besluit ook de Europese regelgeving ten aanzien van het Vereenvoudigd Prospectus werd geïmplementeerd. De redenen hiervoor waren, dat de onderwerpen die in het Vereenvoudigd Prospectus moesten worden opgenomen overeenkwamen met die in de Financiële Bijsluiter en dat tevens de doelstellingen van beide documenten volgens de wetgever gelijk waren.⁶² Om deze reden kreeg het Vereenvoudigd Prospectus in Nederland eveneens de benaming 'Financiële Bijsluiter'. De informatieonderdelen waaruit het Vereenvoudigd Prospectus moest bestaan, verschilden wel van de onderdelen van de Financiële Bijsluiter en werden daarom in een ander artikel neergelegd.⁶³ In Nederland waren de voorschriften voor het Vereenvoudigd Prospectus relatief specifiek.⁶⁴ Dit kan verklaard worden doordat het document dezelfde naam kreeg als de Financiële Bijsluiter en de wetgever daarom vermoedelijk getracht heeft om beide documenten zoveel als mogelijk gelijkvormig te maken. Zo

58. Bijvoorbeeld in art. 7 en bijlage 4 en 5 NREFD.

59. *Kamerstukken II* 2003/04, 29507, nr. 3, toelichting bij artikel 30. Kritisch hierover: Raaijmakers 2006, p. 11-13 en Duivenvoorde 2010, p. 533-534.

60. *Kamerstukken II*, 2003/04, 29507, nr. 3, toelichting bij artikel 30.

61. Idem.

62. Besluit Financiële Dienstverlening, *Stb.* 2005, 676, artikelsgewijze toelichting.

63. Namelijk voor het Vereenvoudigd Prospectus in art. 39 lid 2 Besluit Financiële Dienstverlening.

64. Zie art. 13 t/m 22 Nadere Regeling Financiële Dienstverlening.

moest bijvoorbeeld in het Nederlandse Vereenvoudigde Prospectus de Nederlandse risico-indicator opgenomen worden.⁶⁵

4.2.3 *Latere wijzigingen waaronder vervanging van de Financiële Bijsluiter door het Key Information Document*

De regels met betrekking tot de Financiële Bijsluiter werden nog een aantal keer gewijzigd. Dit betreft echter minieme wijzigingen waaraan op deze plaats slechts kort aandacht wordt besteed.

Op 1 januari 2007 trad de Wet op het Financieel Toezicht (Wft) in werking.⁶⁶ De aanleiding voor deze wet was niet direct gerelateerd aan de Financiële Bijsluiter. De Wft had namelijk tot doel om de bestaande toezichtwetgeving in de verschillende financiële sectoren samen te voegen en de inhoud daarvan te harmoniseren.⁶⁷ Indirect is deze aanleiding wel gerelateerd aan de Financiële Bijsluiter. Het bleek namelijk dat verschillen in wetgeving tussen sectoren tot gevolg hadden dat de uitvoeringsregelgeving ten aanzien van de Financiële Bijsluiter vele wettelijke grondslagen kende en daardoor tot verschillen leidde.⁶⁸

In de Wft werden diverse voorschriften opgenomen over informatieverstrekking van financiële ondernemingen aan consumenten. Deze algemene voorschriften werden wat betreft de Financiële Bijsluiter wederom uitgewerkt in een Besluit en een Nadere Regeling, die overigens ook andere onderwerpen regelen. In artikel 64 tot en met 66a van het Besluit Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen (BGFO) werden de regels neergelegd met betrekking tot de Financiële Bijsluiter. Deze bepalingen komen vrijwel geheel overeen met de regels uit het Besluit Financiële Dienstverlening.⁶⁹ Dit geldt ook voor de uitgangspunten en doelstellingen, zoals standaardisatie en het belang van korte, onafhankelijke en duidelijke informatie. Met het nieuwe Besluit verviel de actieve verstrekkingplicht van de Financiële Bijsluiter voor icbe's.⁷⁰ Dit kwam doordat de wetgever constateerde dat een dergelijke verstrekkingplicht niet voortvloeide uit de Europese regelgeving.⁷¹ In plaats daarvan zou de Financiële Bijsluiter op de website beschikbaar moeten zijn en op verzoek verstrekt moeten worden.⁷² Het is verwonderlijk dat de wetgever juist het belang van de toegankelijkheid van de Financiële Bijsluiter benadrukt waarmee consumenten zich vervolgens makkelijker in andere productinformatie

65. Art. 39 lid 2 sub d Besluit Financiële Dienstverlening.

66. Wet van 20 november 2006, houdende invoering van de wet op het financieel toezicht en aanpassing van overige wetten aan die wet, *Stb.* 2006, nr. 605.

67. In de Wft zijn al met al acht sectorale toezichtswetten opgegaan.

68. *Kamerstukken II* 2003/04, 29708, nr. 3, p. 3.

69. De wetgever schrijft in de toelichting op het Bgfo dat de in het Besluit Financiële Dienstverlening neergelegde bepalingen over de Financiële Bijsluiter zijn overgenomen, aldus *Stb.* 2006, nr. 520.

70. Art. 65 Bgfo, zie *Stb.* 2006,

71. Aldus *Stb.* 2006, nr. 520 (Nota van toelichting).

72. *Stb.* 2006, nr. 520 (Nota van toelichting).

zouden kunnen verdiepen.⁷³ Dit lijkt te botsen met het afschaffen van de actieve verstrekingsplicht. De bepalingen uit de Nadere Regeling Financiële Dienstverlening ten aanzien van de Financiële Bijsluiter werden ongewijzigd opgenomen in artikel 3:1 tot en met 3:28 van de Nadere Regeling Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen (NRGFO).

Na 2007 werden de regels ten aanzien van de Financiële Bijsluiter nog een enkele maal gewijzigd. Zo diende sindsdien in de Financiële Bijsluiter de beleggingsresultaten van de tien voorafgegane, afgesloten boekjaren, in een staafdiagram weergegeven te worden.⁷⁴ Een iets uitgebreidere wijziging van de voorschriften betreffende de Financiële Bijsluiter deed zich voor in 2009. Aanleiding hiervoor waren volgens de wetgever dat er diverse knelpunten met de Financiële Bijsluiter door de markt waren aangedragen.⁷⁵ Uit de gepubliceerde stukken blijkt echter niet welke marktpartijen deze knelpunten hebben aangedragen en wat deze knelpunten waren. Vermoedelijk wordt hiermee bedoeld op het evaluatieonderzoek dat TNS NIPO in 2009 publiceerde over de effectiviteit van de Financiële Bijsluiter. Uit dat onderzoek kwamen vele problemen met de begrijpelijkheid van de Financiële Bijsluiter naar voren.⁷⁶ Hoewel de wetgever het rapport niet expliciet als aanleiding voor de wijzigingen noemt, schrijft hij er wel over. Hetgeen wordt geschreven is overigens opvallend. Het ministerie van Financiën trekt uit het rapport namelijk de conclusie dat de Financiële Bijsluiter 95% van de gebruikers duidelijk maakt wat voor een soort product zij aanschaffen en welke verplichtingen daarbij horen.⁷⁷ Hiermee lijken de geconstateerde problemen verdoezeld te worden. Als expliciete reden voor de wijziging van de regels van de Financiële Bijsluiter noemt de wetgever wel dat er nieuwe bankspaarproducten waren geïntroduceerd.⁷⁸ Hierdoor was aanpassing van de voorgeschreven modellen van de Financiële Bijsluiter volgens de wetgever wenselijk.⁷⁹ De wijzigingen blijken trouwens beperkt. De twee modellen van de Financiële Bijsluiter werden uitgebreid

73. Idem.

74. Besluit van 29 oktober 2007, houdende aanvulling van de Nadere Regeling Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen Wft van 15 november 2006, houdende regels voor het gedragstoezicht op financiële ondernemingen op grond van de Wet op het financieel toezicht (wijziging Nadere Regeling Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen Wft), *Stcrt.* 29 oktober 2008, nr. 210.

75. Toelichting op besluit van 13 oktober 2008, houdende aanvullingen en wijzigingen van de Nadere Regeling Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen op grond van de Wet op het financieel toezicht (wijziging Nadere Regeling Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen Wft), *Stcrt.* 29 oktober 2008, nr. 210.

76. TNS NIPO 2009, p. 20.

77. Aldus het ministerie van Financiën in het Jaarverslag en de slotwet van 2009: *Kamerstukken II*, 2009/10, 32360, nr. 1, p. 60.

78. Toelichting op wijziging Nadere Regeling Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen Wft, *Stcrt.* 29 oktober 2008, 210.

79. Idem.

naar modellen voor tien verschillende producten,⁸⁰ de indeling van de kostentabel werd gewijzigd⁸¹ en er werden enkele waarschuwingszinnen voorgeschreven.⁸²

De Nederlandse regelgeving ten aanzien van informatiedocumenten voor financiële producten veranderde ook door Europese voorschriften, zoals de introductie van het Key Investor Information Document voor icbe's.⁸³ In Nederland werd de Financiële Bijsluiter voor deelnemingsrechten daardoor per 1 juli 2012 vervangen door een document met essentiële beleggersinformatie (de Essentiële Beleggersinformatie).⁸⁴ Omdat de Verordening rechtstreekse werking had, hoefde deze niet omgezet te worden in nationale regelgeving en bleef het bij deze relatief kleine wijziging. Hoewel de Financiële Bijsluiter bleef bestaan en verstrekt moest worden voor complexe producten, werden de regels met betrekking tot de Essentiële Beleggersinformatie van toepassing verklaard op zowel icbe's als op beleggingsinstellingen, niet zijnde icbe's. Het doel hiervan was, dat beleggers alle beleggingsinstellingen beter met elkaar zouden kunnen vergelijken.⁸⁵

In 2016 werd de NRGFO aangevuld met de verplichting om de Financiële Bijsluiter zo nodig ten minste een keer per jaar te actualiseren.⁸⁶ Geheel nieuw was deze plicht overigens niet, aangezien er reeds een meer algemeen geformuleerd voorschrift bestond op grond waarvan de Financiële Bijsluiter actueel gehouden moest worden. Volgens de AFM was dit voor de Essentiële Beleggersinformatie echter helderder en directer geregeld.⁸⁷ Om onduidelijkheid te voorkomen werd deze open norm voor de Financiële Bijsluiter dus vervangen door een gesloten norm en daarmee past deze wijziging in de ontwikkeling naar steeds concretere voorschriften voor dit document. In overeenstemming met deze ontwikkeling heeft de AFM in de loop van de tijd ook diverse pogingen gedaan om invulling te geven aan open normen als 'duidelijkheid' en 'begrijpelijkheid'. Zo publiceerde de toezichthouder in 2013 bijvoorbeeld een Handboek voor duidelijke klantinformatie.⁸⁸ Dit lijkt bovendien wederom een aanwijzing dat steeds meer werd getracht om aan te sluiten bij de behoeften van beleggers. Verdere aanpassing van de regel-

80. Art. 3:2 lid 1 sub a t/m j NRGFO.

81. Toelichting op wijziging Nadere Regeling Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen Wft, *Stcrt.* 29 oktober 2008, 210, p. 33.

82. Bijvoorbeeld in art. 3:3 lid 1 sub e NRGFO.

83. Richtlijn 2009/65/EG en Verordening 583/2010.

84. *Stb.* 2011, nr. 358 (met betrekking tot de wijzigingen in het Bgfo) en Besluit van 21 november 2011, houdende aanvulling en wijziging van de Nadere Regeling Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen van 27 januari 2009, houdende regels voor het gedragstoezicht op financiële ondernemingen op grond van de Wet op het financieel toezicht (wijziging Nadere Regeling Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen Wft), *Stcrt.* 2 december 2011, 21784 (met betrekking tot de NRGFO).

85. *Stb.* 2011, nr. 358.

86. Dit werd neergelegd in art. 3:1 NRGFO.

87. *Stcrt.* 2016, nr. 8403, artikelsgewijze toelichting, p. 24.

88. Bijvoorbeeld AFM, *Handboek. Werken aan duidelijke klantinformatie 2014* (Beleidsregel Informatieverstrekking), *Stcrt.* 2013, 26584.

geving op andere terreinen werd uitgesteld tot inwerkingtreding van het KID voor PRIIPs.⁸⁹

De inwerkingtreding van de PRIIPs-Verordening op 1 januari 2018 had tot gevolg dat de Financiële Bijsluiter niet langer bestaat. Hiervoor werd door de wetgever gekozen omdat veel van de complexe producten waarvoor een Financiële Bijsluiter opgesteld moest worden onder de reikwijdte van de Verordening vallen.⁹⁰ Voor derdepijlerpensioenproducten⁹¹ bestaat sindsdien de verplichting om een document op te stellen dat wat betreft vorm en inhoud gelijk is aan het Key Information Document. Dergelijke pensioenproducten vertonen volgens de wetgever namelijk qua structuur, werking en doel grote gelijkenissen met producten die onder de PRIIPs-definitie vallen.⁹² Daarnaast vindt de wetgever het in verband met de keuzevrijheid van consumenten met betrekking tot deze pensioenproducten van belang dat ze vergeleken kunnen worden met PRIIPs.⁹³ Het nationale document heet Essentiële-informatiedocument voor pensioenproducten.⁹⁴ Het document lijkt grotendeels op het Essentiële-informatiedocument voor PRIIPs. Het belangrijkste verschil is dat er in het document voor pensioenproducten ook aandacht wordt besteed aan fiscale aspecten.

Door de wijziging van de regels, de inwerkingtreding van de PRIIPs-Verordening en afschaffing van de Financiële Bijsluiter, zijn er sinds 1 januari 2018 complexe producten waarvoor niet het Essentiële-informatiedocument of een Financiële Bijsluiter opgesteld hoeft te worden. Hieronder vallen samengestelde producten zonder beleggings(opbouw)component, zoals een aflossingsvrije hypotheek gekoppeld aan een overlijdensrisicoverzekering op risicobasis, een spaarrekening eigen woning en een kapitaalverzekering sparen. In hoeverre dit problematisch is, zal de toekomst uitwijzen.

4.3 SCHEMATISCHE SAMENVATTING VAN BELEIDSTHEORIE PER DOCUMENT EN TOELICHTING

4.3.1 *Schema beleidstheorieën Nederland*

In het schema zijn de wijzigingen na 2007 niet opgenomen omdat ze voor de beschrijving van de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan de Financiële Bijsluiter van gering belang zijn. Dit komt onder meer doordat het kleine wijzigingen betreft en de wetgever verder de bepalingen uit voorgaande besluiten en regelingen zoveel mogelijk ongewijzigd wilde overnemen in nieuwe regelgeving. Voor de

89. *Stcrt.* 2016, nr. 8403.

90. *Stcrt.* 2017, 75202, toelichting.

91. Individuele aanvullende pensioenproducten zoals lijfrente en levensverzekeringen.

92. *Stcrt.* 2017, 75202, toelichting.

93. *Idem.*

94. Daarop zijn art. 3:1 en 3:2 Nrgfo van toepassing.

Financiële Bijsluiter heeft het echter wel grote gevolgen gehad. Door de inwerking-treding van de PRIIPs-Verordening bestaat er immers sinds 2018 geen Financiële Bijsluiter meer.

2001: Besluit Financiële Bijsluiter (BFB)

Aanleidingen	Problemen met informatieverstrekking aan consumenten. Werd geweten aan diverse ontwikkelingen zoals toegenomen keuzemogelijkheden door snelle productontwikkeling.
Doelen	<ul style="list-style-type: none"> – Begrijpen. – Vergelijken.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Weinig voorschriften (slechts zes artikelen). – Standaardisatie: weinig. – Veel open normen. – <i>Hard law</i>.
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – Gemiddelde consument waarvan tevens rationaliteit wordt verondersteld. – Veel verantwoordelijkheid. – Consumenten.
Evaluatieonderzoek	<ul style="list-style-type: none"> – Ja, van bestaande situatie (informatieverstrekking aan consumenten van financiële diensten). – Ja, naar bruikbaarheid ontwerp Financiële Bijsluiter (onder andere onderzoek of het aansloot bij wensen en behoeften consumenten). Nadruk op perceptie.
Harmonisering	<ul style="list-style-type: none"> – Sectoroverstijgende regelgeving: voor alle complexe producten.

2002: Nadere Regeling Financiële Bijsluiter (NRFB)

Aanleidingen	Wens wetgever tot standaardisering voorschriften (uniforme regels).
Doelen	<ul style="list-style-type: none"> – Standaardisering.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Relatief veel voorschriften. – Standaardisatie: veel wat betreft inhoud en ter beschikking stellen document. Ook enkele voorschriften over vormgeving. Een aantal standaardteksten en standaardmethoden voor berekeningen. – Concretisering van een aantal open normen uit BFB, maar nog steeds diverse open normen. – <i>Hard law</i>.
Belegger	Zie over de belegger hetgeen wordt geschreven bij Besluit Financiële Bijsluiter.
Evaluatieonderzoek	Zie over evaluatieonderzoek hetgeen wordt geschreven bij Besluit Financiële Bijsluiter.
Harmonisering	Zie over harmonisering hetgeen wordt geschreven bij Besluit Financiële Bijsluiter.

2006: Besluit Financiële Dienstverlening (BFD)

Aanleidingen	– De resultaten van een evaluatieonderzoek naar bestaande Financiële Bijsluiter.
Doelen	– Begrijpen. – Vergelijken. Indirect: informatieassymetrie opheffen, een derde om advies vragen bij keuze, door meer transparantie beter functioneren prijsmechanisme op financiële markten.
Regelgeving	– Weinig voorschriften. – Standaardisatie werd nagestreefd en ook daadwerkelijk iets meer standaardisatie. – Weinig open normen (algemene bepalingen ingevuld d.m.v. de NFRD). – <i>Hard law</i> .
Belegger	– Consument. – ‘Gemiddelde consument’, hoewel nadruk lijkt te liggen op rationele consument. – In kader Wft ook aandacht voor verhouding verantwoordelijkheid belegger (beperkingen consument) versus verantwoordelijkheid financiële dienstverlener. Verantwoordelijkheid consument niet onbegrensd. – Door ontwikkeling van actieve naar passieve verstrekingsplicht niet meer op de persoon toegesneden Financiële Bijsluiter maar gericht op ‘maatmens’.
Evaluatieonderzoek	Ja, onderzoek naar vorige Financiële Bijsluiter: behoefte aan slanker, eenvoudiger en toegankelijker document.
Harmonisering	Ja, harmonisatie van producten, onder andere door standaardisatie en uitbreiden aantal producten waarvoor Financiële Bijsluiter opgesteld moest worden.

2006: Nadere Regeling Financiële Dienstverlening (NFRD)

Aanleidingen	– Wetgever achtte het i.v.m. vergelijkbaarheid van producten wenselijk dat informatie gestandaardiseerd werd.
Doelen	– Standaardisatie.
Regelgeving	– Veel voorschriften. – Zeer hoge mate van standaardisatie, onder andere door standaardmodel in bijlage, gestandaardiseerde teksten, vormgeving (visuele weergaven). – Invulling open normen BFD. – <i>Hard law</i> .
Belegger	– Consumenten. – Gemiddelde belegger.

Evaluatieonderzoek	– Bij vormgeving van de Financiële Bijsluiter en de risico-indicator werd hulp ingeroepen van een onderzoeksbureau en het ontwerp is getest.
Harmonisering	Zie over harmonisering hetgeen wordt geschreven bij Besluit Financiële Dienstverlening.

4.3.2 *Toelichting per beleidsaspect*

4.3.2.1 *Aanleidingen*

De problemen die de wetgever in de informatieverstrekking aan consumenten constateerde, vormden in eerste instantie de aanleiding voor een precontractueel informatiedocument in Nederland. Deze problemen werden geweten aan recente ontwikkelingen zoals een aanzienlijke toename van de keuzemogelijkheden doordat er zeer veel nieuwe soorten financiële producten bij kwamen. De aanleidingen nadien kunnen worden gezien als padafhankelijk: problemen die boven water kwamen, vormden de aanleiding voor latere wijzigingen. De uitwerking van de voorschriften in Nadere Regelingen kwam voort uit de wens van de wetgever om de informatie te standaardiseren, onder andere ten behoeve van de vergelijkbaarheid van producten.

4.3.2.2 *Doelen*

De doelen van de Financiële Bijsluiter zijn zowel in 2001 als in 2006 eensluidend, namelijk: beleggers in staat stellen om door middel van een kort document inzicht te krijgen in het financiële product en hen in staat stellen om gemakkelijker producten met elkaar te vergelijken. In 2006 maakte de Financiële Bijsluiter onderdeel uit van een breder wetgevingspakket waarin onder meer ook andere informatieplichten waren opgenomen. Bij de wijziging van de regels in 2006 noemde de wetgever nog een derde doel van informatieverstrekking, namelijk dat het ertoe kan leiden dat consumenten een (professionele) derde om advies gaan vragen bij hun keuze. Ook voegde de wetgever aan de drie doelen enkele economische nevendoelelen toe, zoals het beter functioneren van het prijsmechanisme op de financiële markten door transparantie. Zowel in 2002 als in 2007 werd de regelgeving ten aanzien van de Financiële Bijsluiter door de AFM uitgewerkt in Nadere Regelingen. Het doel van deze regelingen was standaardisering. Hoewel in 2002 standaardisatie als doel op zich werd gezien, werd hier in 2007 aan toegevoegd dat standaardisering tot doel had om de Financiële Bijsluiter geschikt te maken voor zoveel mogelijke financiële dienstverleners in zoveel mogelijk gelijk te stellen handelssituaties. Hiermee moest er meer duidelijkheid komen over informatieplichten die gelden voor de financiële sector. Eveneens zouden ongerechtvaardigde verschillen tussen sectoren op deze manier ongedaan gemaakt moeten worden.

4.3.2.3 *Regelgeving*

In Nederland was er vanaf het begin een relatief⁹⁵ hoge mate van standaardisering. Deze standaardisatie werd vooral nagestreefd door de uitwerking van de voorschriften in de Nadere Regelingen. De standaardisatie had met name betrekking op de inhoud (zoals de onderwerpen die in de Financiële Bijsluiter opgenomen moesten worden) en de wijze van verstrekken. De voorschriften bevatten in 2002 nog een aantal open normen. Na verloop van tijd, met name sinds 2007, is er een zeer hoge mate van standaardisatie bereikt waarin vrijwel alles tot in detail wordt voorgeschreven. Zo werd er een standaardmodel in de bijlage bij de Nadere Regeling opgenomen op grond waarvan opstellers de Financiële Bijsluiter moesten ontwerpen. Ook dienden diverse standaardteksten in het document opgenomen te worden. Daarnaast nam de aandacht voor de vormgeving toe. Zo werd er in 2007 onder meer een risico-indicator geïntroduceerd en enige jaren later ook een staafdiagram met een overzicht van de beleggingsresultaten van de tien voorafgaande boekjaren. Illustratief voor de ontwikkeling naar concrete voorschriften is ook, dat de wetgever vanaf de introductie van de Financiële Bijsluiter het van belang achtte dat het een kort document was, maar in 2007 ook daadwerkelijk een maximum aantal pagina's voorschreef.

Het aantal voorschriften in de Besluiten was beperkt, maar met de aanvullende regels in de Nadere Regelingen waren er al met al toch veel voorschriften die betrekking hadden op de Financiële Bijsluiter. Deze waren juridisch bindend. In Nederland spelen niet-juridisch bindende leidraden vrijwel geen rol. Een uitzondering hierop zijn bijvoorbeeld de pogingen die de AFM heeft ondernomen om een handleiding te ontwikkelen voor het ontwerpen van begrijpelijke klantinformatie. Deze handleiding is echter niet alleen van toepassing op de Financiële Bijsluiter maar op veel meer informatie die een financiële dienstverlener aan consumenten moet verstrekken.

De keuze voor beperkte standaardisering bij de introductie van de Financiële Bijsluiter was mogelijk het gevolg van een lobby van de financiële sector. Aanwijzing hiervoor is onder meer een brief van het Verbond van Verzekeraars als reactie op het voorstel voor een Financiële Bijsluiter. Hierin sprak het Verbond zich zeer stellig uit tegen standaardisering en benadrukte het dat zelfregulering zeer belangrijk was onder het motto: 'zelfregulering waar mogelijk'.⁹⁶ Een andere reden kan zijn, dat de Raad van Financiële Toezichthouders⁹⁷ de wetgever adviseerde om in eerste instantie geen uniforme standaarduitvoering van de Financiële Bijsluiter

95. In vergelijking met de introductie van onder andere het informatiedocument op Europees niveau.

96. Brief Verbond van Verzekeraars betreffende 'Reactie op voorstel kernpuntendocument' d.d. 8 november 2000.

97. Deze RFT moest de wetgever onder andere adviseren over de Financiële Bijsluiter.

voor te schrijven.⁹⁸ financiële instellingen dienden volgens hen vrij te zijn om, binnen de grenzen van enkele regels, zelf vorm te geven aan dit document.⁹⁹

4.3.2.4 *Belegger*

De ontwikkeling naar steeds concretere voorschriften kan mogelijk worden verklaard doordat de wetgever meer oog kreeg voor de beperkingen van de belegger. Met andere woorden, dat beleggers niet alle informatie die aan hen wordt verstrekt daadwerkelijk lezen, laat staan begrijpen.¹⁰⁰ In 2001 ging de wetgever uit van een gemiddelde consument maar is tegelijkertijd de veronderstelling van rationeel gedrag en verantwoordelijkheid voor de beleggingsbeslissing duidelijk aanwezig. In 2006 lijkt de wetgever hier nog steeds van uit te gaan maar wordt eveneens erkend dat de verantwoordelijkheid van de belegger niet onbegrensd is. Dit hing mogelijk samen met het feit dat in dat jaar de actieve verstrekkingsplicht van de Financiële Bijsluiter werd vervangen door een passieve verstrekkingsplicht.¹⁰¹ Hierdoor was het niet langer mogelijk om het document af te stemmen op de belegger, maar diende het document opgesteld te worden met een zogeheten 'maatmens' in gedachten: een gestandaardiseerde bijsluiter voor een persoon van een bepaalde leeftijdscategorie en geslacht.¹⁰²

4.3.2.5 *Evaluatieonderzoek*

Evaluatieonderzoek heeft in drie opzichten een relatief grote rol gespeeld bij de ontwikkeling van de regelgeving voor de Financiële Bijsluiter. In de eerste plaats kwamen er onder meer door evaluatieonderzoek problemen boven water die uiteindelijk in 2001 leidde tot de introductie van de Financiële Bijsluiter. Ten tweede werden ontwerpen van de Financiële Bijsluiter voor de introductie van dit document in 2001, getest onder consumenten zodat het goed zou aansluiten bij hun wensen. Hoewel de wetgever in 2001 uitging van rationele beleggers, werd er dus bij het ontwerpen van de nieuwe regelgeving wel rekening met hen gehouden. In de derde plaats werd er onderzoek gedaan naar het functioneren van de Financiële Bijsluiter in de praktijk. De problemen die hierdoor aan het licht kwamen, leidden veelal tot aanpassing van de bestaande voorschriften. Wel is het opvallend dat de wetgever bij de totstandkoming van nieuwe regelgeving na 2009 niet verwees naar de resultaten van een in 2009 door NIPO gepubliceerd onderzoek naar de effectiviteit van de Financiële Bijsluiter. In het rapport kwam namelijk een groot aantal

98. RFT 5 juli 2001, p. 1.

99. Idem, p. 4.

100. Zie Horsten 2007, p. 192.

101. Op deze wijze moest bereikt worden dat de essentiële informatie over de kenmerken en risico's van een product reeds in de oriëntatiefase beschikbaar was en vergeleken kon worden met informatie over andere producten.

102. Het stond aanbieders van complexe producten overigens nog wel vrij om naast een dergelijke maatmens-Financiële Bijsluiter een gepersonaliseerde Financiële Bijsluiter aan consumenten te verstrekken, maar nooit in plaats van de maatmens-Financiële Bijsluiter.

gebreken van de Financiële Bijsluiter ten aanzien van de begrijpelijkheid naar voren. Dit wordt echter niet expliciet genoemd als reden voor wijziging van de regelgeving.

Wel kunnen er vraagtekens worden geplaatst bij het feit dat de wetgever ervan uitging dat met het in 2001 gepubliceerde onderzoek de begrijpelijkheid van de Financiële Bijsluiter was getest. Hoewel het NIPO in het onderzoek enerzijds stelt dat dit is onderzocht, spreekt zij dit anderzijds expliciet tegen.¹⁰³ De vragen die aan consumenten zijn gesteld wijzen vooral in de richting van het toetsen van de perceptie van begrijpelijkheid in plaats van het toetsen van de vraag of consumenten de informatie daadwerkelijk begrepen hebben. Iets soortgelijks geldt voor de andere evaluatieonderzoeken (zie voor deze en andere kritische kanttekeningen hoofdstuk 7). Hoewel de wetgever begrijpelijkheid in toenemende mate hoog in het vaandel had staan, werd dit dus niet onderzocht. Echter, bij de wetgever leek wel het idee te bestaan dat hij inzicht had in hetgeen voor beleggers al dan niet begrijpelijk was aangezien hij ervan uit ging dat deze conclusie aan de evaluatieonderzoeken verbonden kon worden. Dit lijkt echter onterecht. Een aanwijzing dat de wetgever eigenlijk geen inzicht had in hetgeen beleggers begrijpelijk vinden, is dat nergens wordt toegelicht hoe een bepaald voorschrift de begrijpelijkheid van de Financiële Bijsluiter ten goede moest komen. Het lijkt er al met al dus op dat begrijpelijkheid zeer wenselijk werd geacht door de wetgever, maar dat er geen inzicht was in de vraag: hoe kan begrijpelijkheid van het document daadwerkelijk verbeterd worden?

4.3.2.6 *Harmonisatie*

De regelgeving voor de Financiële Bijsluiter leidde in toenemende mate tot harmonisatie omdat dezelfde regelgeving van toepassing was op diverse soorten financiële producten. Zo werd de Financiële Bijsluiter in 2001 verplicht voor alle complexe producten.¹⁰⁴ In 2006 werd de groep producten waarvoor een Financiële Bijsluiter verschaft moest worden verder uitgebreid.

4.4 CONCLUSIE

In 2001 zag in Nederland de Financiële Bijsluiter het levenslicht. De **aanleidingen** voor de introductie van de Financiële Bijsluiter en latere wijzigingen zijn gerelateerd aan door de wetgever geconstateerde problemen met informatieverstrekking en later problemen met het functioneren van de Financiële Bijsluiter. De ontwikkeling van dit document kan dus gekwalificeerd worden als padafhankelijk. Inmiddels is de Financiële Bijsluiter vervangen door het Key Information Document, dat in Nederland het Essentiële-informatiedocument heet.

103. Zie NIPO 8 juni 2001 (Management summary), p. 2.

104. Vereist was ingevolge art. 1 sub c Besluit Financiële Bijsluiter dat het product was opgebouwd uit verschillende productsoorten en dat één van de productsoorten een beleggingskarakter had.

De **doelen** van de Financiële Bijsluiter waren in de eerste plaats om financiële producten voor consumenten begrijpelijk en vergelijkbaar te maken. Met de wijziging van de voorschriften in 2006 werd daar een derde doel aan toegevoegd, namelijk beleggers ertoe aanzetten om een derde om advies te vragen bij hun keuze. In 2006 worden er naast het doel van beleggersbescherming ook expliciet economische doelen nagestreefd, zoals het beter functioneren van het prijsmechanisme op de financiële markten. De regelgeving ten aanzien van de Financiële Bijsluiter werd vanaf de introductie gespecificeerd in zogeheten Nadere Regelingen. Deze regelingen hadden standaardisatie tot doel. Met deze standaardisatie werd onder meer harmonisering beoogd. Voor financiële dienstverleners moest het duidelijkheid verschaffen over de informatieplichten die op hen rusten.

De **regelgeving** voor de Financiële Bijsluiter was in relatief hoge mate gestandaardiseerd. Hiervan was meteen sprake bij de introductie van dit document. De latere wijzigingen hadden tot gevolg dat de voorschriften in zeer hoge mate gestandaardiseerd waren. In 2001 was er nog een aantal open normen van toepassing op de Financiële Bijsluiter. Vanaf 2006 is het aantal open normen dat van toepassing was op de Financiële Bijsluiter sterk gereduceerd. Bovendien was er reeds vanaf de introductie van de Financiële Bijsluiter een groot aantal voorschriften op het document van toepassing (met name voorschriften in de Nadere Regelingen). Deze voorschriften hadden juridisch bindende kracht. Niet-juridisch bindende leidraden, zoals bijvoorbeeld in Engeland, speelden in Nederland vrijwel geen rol. De regelgeving voor de Financiële Bijsluiter had aanvankelijk met name betrekking op de inhoud en de wijze van verstrekking. In de loop van de jaren kwam er ook meer regelgeving over de vormgeving van het document. Zo werd er een bijlage opgenomen bij de Nadere Regeling Financiële Dienstverlening op grond waarvan de Financiële Bijsluiter opgesteld diende te worden. Eveneens werd er een risico-indicator voorgeschreven.

De wetgever zag consumenten als doelgroep van de Financiële Bijsluiter. Er wordt door de wetgever relatief veel aandacht besteed aan de **belegger**. Het beeld dat de wetgever van de belegger heeft is tweezijdig. Enerzijds worden de beperkingen van de consument benoemd, terwijl anderzijds ook rationeel gedrag en verantwoordelijkheid van de belegger worden verondersteld. Bij de wijziging van de voorschriften in 2006 lijkt dit beeld wat gematigder. Zo schrijft de wetgever dan over 'de gemiddelde consument' hoewel de nadruk nog steeds wordt gelegd op de rationaliteit van de consument. De verantwoordelijkheid van de belegger voor het nemen van een beleggingsbeslissing lijkt vanaf 2006 iets minder absoluut, aangezien de wetgever de beperkingen van de consument dan enigszins onderkent. De wetgever heeft getracht om aan te sluiten bij de behoeften van beleggers. Zo werd onder meer voorafgaand aan de introductie van de Financiële Bijsluiter onderzocht welke wijze van presenteren volgens consumenten de voorkeur verdiende.

Evaluatieonderzoek speelde op drie manieren een rol bij de introductie en de ontwikkeling van de Financiële Bijsluiter, namelijk 1) evaluatieonderzoek bracht

problemen aan het licht die aanleiding vormden voor de introductie van de Financiële Bijsluiter, 2) ontwerpen van de Financiële Bijsluiter werden voorafgaand aan de introductie van dit document in 2001 getest onder consumenten en 3) door het functioneren van de Financiële Bijsluiter in de praktijk te bestuderen en de regelgeving naar aanleiding daarvan aan te passen. Er doet zich echter een discrepantie voor. Hoewel de wetgever begrijpelijkheid hoog in het vaandel had staan, werd dit eigenlijk niet onderzocht door middel van de evaluaties. De wetgever beweert daarentegen dat dit wel werd onderzocht. Echter, niet de begrijpelijkheid maar de *perceptie* van begrijpelijkheid stond centraal (hieraan wordt uitgebreid aandacht besteed in hoofdstuk 7). Een aanwijzing dat de wetgever inderdaad geen goed beeld had van de begrijpelijkheid is dat nergens wordt toegelicht hoe een bepaald voorschrift de begrijpelijkheid ten goede moest komen.

De regelgeving voor de Financiële Bijsluiter had in toenemende mate **harmonisering** van producten tot gevolg. Dit werd overigens ook door de wetgever beoogd met de sectoroverstijgende regelgeving. Vanaf de introductie van de Financiële Bijsluiter was het namelijk verplicht om voor alle complexe producten een dergelijk document op te stellen. In 2006 werd het aantal producten waarvoor het document opgesteld moest worden verder uitgebreid. De inwerkingtreding van de PRIIPs-Verordening had tot gevolg dat de Financiële Bijsluiter is vervangen door het Key Information Document. Dit document moet opgesteld worden voor PRIIPs. Voor derdepijlerpensioenproducten bestaat sindsdien de verplichting om een document op te stellen dat wat betreft vorm en inhoud gelijk is aan het Key Information Document. Voor andere producten die wel onder de verplichtingen voor de Financiële Bijsluiter vielen maar die geen PRIIP zijn, wordt sinds januari 2018 geen informatiedocument meer opgesteld. De introductie van het Key Information Document in Nederland heeft eigenlijk geen harmonisering tot gevolg gehad, aangezien het aantal informatiedocumenten gelijk is gebleven. Wel leidt de keuze van de wetgever om het document voor derdepijlerpensioenproducten wat betreft vorm en inhoud aan te laten sluiten bij het Key Information Document tot enige harmonisering.

Overzicht ontwikkeling beleidstheorieën in Nederland

Aanleidingen	<ul style="list-style-type: none"> – Padafhankelijk. – Problemen met informatieverstrekking en problemen met de Financiële Bijsluiter.
Doelen	<ul style="list-style-type: none"> – Begrijpen en vergelijken. – Vanaf 2006 ook: consument aanzetten om derde om advies te vragen. – Economische doelen. – Uitwerking van regels in Nadere Regelingen beogen primair standaardisatie en secundair harmonisatie en duidelijkheid.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Veel voorschriften.

	<ul style="list-style-type: none">– Van hoge mate van standaardisatie naar zeer hoge mate van standaardisatie.– Van aandacht voor inhoud en verstrekkingwijze naar ook aandacht voor vormgeving.– Juridisch bindend.– Aanvankelijk enkele open normen, vanaf 2006 minder open normen.
Belegger	<ul style="list-style-type: none">– Consument.– Rationele belegger maar erkenning irrationeel gedrag.– Veel verantwoordelijkheid van belegger verwacht, maar in de loop van de tijd iets minder.– Relatief veel aandacht voor belegger.
Evaluatieonderzoek	<ul style="list-style-type: none">– Grote rol.– Bestuderen functioneren informatievoorziening en Financiële Bijsluiter in de praktijk.– Voorafgaand testen van varianten (of varianten van bepaald onderdeel).
Harmonisering	<ul style="list-style-type: none">– Ja, d.m.v. sector-overstijgende regelgeving.

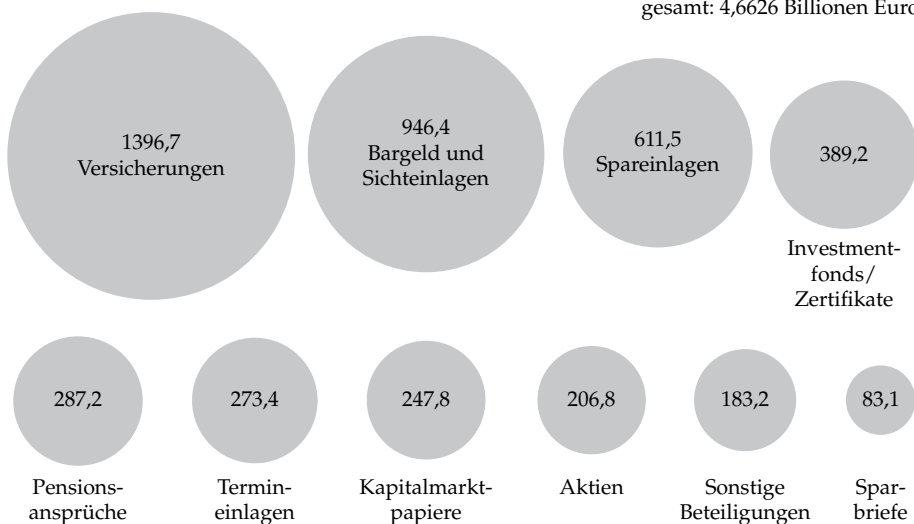
5.1 INLEIDING

In Duitsland is er ruim 4,5 biljoen euro aan vermogen van consumenten in omloop (zie de figuur).¹ Het grootste deel van dit vermogen is geïnvesteerd in verzekeringen, een ander deel in beleggingsfondsen of private pensioenproducten. In een relatief korte tijd, namelijk van 2008 tot 2013, zijn er maar liefst zes informatiedocumenten geïntroduceerd voor dergelijke financiële producten. In vergelijking met Nederland en Engeland is dit een groot aantal. De Duitse wetgever wilde de verschillende documenten echter toespitsen op het product waarvoor het opgesteld moet worden.

Wie sich das Geldvermögen der Deutschen verteilt

in Milliarden Euro

gesamt: 4,6626 Billionen Euro



Quelle: Bundesbank

1. Stocker 27 februari 2012.

Omdat de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan deze documenten van elkaar verschillen, zal dit per document uiteengezet worden in paragraaf 5.2. Dit wordt gedaan in chronologische volgorde, namelijk op basis van het jaar waarin het document werd geïntroduceerd. Achtereenvolgens komt aan de orde: het document voor verzekeringen (paragraaf 5.2.1), het document voor financiële instrumenten (paragraaf 5.2.2), het document voor icbe's (paragraaf 5.2.3)², het document voor risicovolle kapitaalinvesteringen (paragraaf 5.2.4) en het document voor pensioenproducten (paragraaf 5.2.5). Uiteraard worden daarbij voor zover van toepassing ook de recentste wijzigingen door de PRIIPs-Verordening betrokken. In paragraaf 5.3 wordt een schematische samenvatting gegeven van de beleidstheorieën van de afzonderlijke documenten, waarbij niet zozeer de ontwikkeling van het document centraal staat maar de diverse aspecten van de beleidstheorie het uitgangspunt van de beschrijving vormen. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een conclusie (paragraaf 5.4).

5.2 BELEIDSTHEORIEËN IN DE LOOP VAN DE JAREN IN CONTEXT

In Duitsland bestaan er maar liefst zes korte precontractuele informatiedocumenten voor financiële producten (waarvan twee van Europese oorsprong). Omdat de ontwikkeling van deze documenten vrijwel afzonderlijk van elkaar plaatsvond, zal de beleidstheorie die ten grondslag ligt aan deze documenten eveneens afzonderlijk beschreven worden. Wel worden de documenten in chronologische volgorde beschreven, namelijk op basis van het jaar waarin het document geïntroduceerd werd.

5.2.1 *Informatiedocument voor verzekeringen (2007)*

In 2000 sprak de minister van Justitie uit dat het bijna honderd jaar oude wetboek voor verzekeringen herzien diende te worden.³ De aanleiding hiervoor was dat het bestaande wetboek volgens haar niet meer overeenkwam met het denken en rechtsgevoel van die tijd.⁴ In de praktijk leidde dit er onder meer toe, dat het door rechters zeer ruim werd geïnterpreteerd en mede op deze manier werd uitgebreid.⁵ Er werden geen halve maatregelen genomen. Een commissie, bestaande uit vertegenwoordigers uit de financiële praktijk en de wetenschap, kreeg de opdracht om een geheel nieuw wetboek te ontwerpen. Alleen op deze min of meer radicale

-
2. Dit wordt met name gedaan in verband met de volledigheid en omdat de Duitse wetgever ten aanzien van één van de beleidsaspecten (harmonisering) een relevante keuze heeft gemaakt.
 3. Zwischenbericht der Kommission zur Reform des Versicherungsvertragsrechts vom 30. Mai 2002 en Abschlussbericht der Kommission zur Reform des Versicherungsvertragsrechts vom 19. April 2004, p. 1.
 4. Idem.
 5. Abschlussbericht der Kommission zur Reform des Versicherungsvertragsrechts vom 19. April 2004, p. 3.

wijze verwachtte de minister dat het wetboek weer zou kunnen aansluiten bij de recente ontwikkelingen.⁶

Een belangrijk onderdeel van de moderniseringsoperatie was om de informatieplichten die verzekeraars ten aanzien van consumenten hadden, onder de loep te nemen. Deze commissie kwam na verloop van tijd met een tussenverslag en een eindverslag.⁷ De commissie sprak zich, evenals de wetgever later, negatief uit over het destijds bestaande *Policenmodell*.⁸ Het was volgens hen namelijk van groot belang dat met name consumenten en andere minder ervaren potentiële verzekeringsnemers goede en volledige informatie zouden krijgen voor het aangaan van de verzekeringsovereenkomst.⁹ Dat was destijds niet het geval.

Uiteindelijk leidden de werkzaamheden van de commissie tot een nieuw wetboek: het *Versicherungsvertragsgesetz* (VVG). Artikel 7 van dit wetboek legde verzekeraars onder meer een precontractuele informatieplicht op. Deze bepaling is zeer algemeen van aard en schrijft slechts voor dat consumenten tijdig voor het aangaan van een verzekeringsovereenkomst alle informatie tot hun beschikking dienen te hebben die zij nodig hebben voor het nemen van een beslissing. Volgens het artikel is het van belang dat deze informatie begrijpelijk en duidelijk is. Het artikel bevat veel open normen. Zo kan afgevraagd worden wanneer het document bijvoorbeeld 'begrijpelijk' en 'duidelijk' is. De wetgever liet het echter aan het ministerie van Justitie over om nader te regelen welke informatie ter beschikking gesteld moest worden.

Het doel van het nieuwe wetboek was volgens de wetgever met name om het verzekeringsrecht in overeenstemming te brengen met de meest recente rechtspolitieke en andere ontwikkelingen die zich in de jaren daarvoor hadden voorgedaan.¹⁰ Door het nieuwe wetboek werd de positie van de verzekeringsnemer ten opzichte van de verzekeraar aanzienlijk versterkt en de transparantie verbeterd, aldus de wetgever.¹¹ De introductie van de nieuwe informatieplicht heeft volgens de wetgever in het bijzonder tot doel om betere consumentenbescherming te bieden door de consument in staat te stellen om voor het sluiten van de overeenkomst inzicht te hebben in de belangrijkste kenmerken ervan.¹² Dit lijkt echter vooral een instrumenteel doel, namelijk om te bereiken dat de concurrentie tussen verzekeraars wordt beïnvloed.¹³ Opvallend is, dat in het tussenverslag met name het belang van de consument bij goede informatieverschaffing centraal stond, terwijl

6. Idem, p. 2 en Begründung BT-Drs. 16/3945, p. 47.

7. Abschlussbericht der Kommission zur Reform des Versicherungsvertragsrechts vom 19. April 2004.

8. Idem, p. 17 en 18 en BT-Drs. 16/3945, p. 48 en 60.

9. Abschlussbericht der Kommission zur Reform des Versicherungsvertragsrechts vom 19. April 2004, p. 17 en 18.

10. BT-Drs. 16/3945, p. 1.

11. Idem.

12. Idem, p. 48.

13. Entwurf eines Gesetzes zur Reform des Versicherungsvertragsrechts, BT-Drs. 16/3945, p. 47 onder II 1.

in het eindverslag en de toelichting op de wet door de wetgever de blik veeleer op het belang van de verzekeraar is gericht.¹⁴ In artikel 7 VVG werden overigens ook diverse informatieplichten afkomstig uit het EU-recht opgenomen.¹⁵

Er wordt bij de totstandkoming van de regelgeving uitgegaan van een rationele consument die door informatie in staat wordt gesteld om een keuze te maken tussen verschillende verzekeringen.¹⁶ De wetgever benadrukt sterk de eigen verantwoordelijkheid van de consument.¹⁷ Het nieuwe wetboek zou namelijk de eigen verantwoordelijkheid van verzekeringsnemers moeten ondersteunen.¹⁸ De vraag is echter hoe dit zich verhoudt tot de conclusie in het eindverslag van de commissie, namelijk dat slechts weinig consumenten over voldoende kennis en ervaring beschikken om te beoordelen of een verzekering gezien hun financiële situatie geschikt is.¹⁹

De commissie diende zich bij haar werkzaamheden te beperken tot het verzekeringsrecht in Duitsland. Dit weerhield haar er niet van om desondanks een duidelijke voorkeur uit te spreken voor een vergaande harmonisering van het verzekeringsrecht binnen de EU.²⁰ In zekere zin had de nieuwe wet wel enigszins harmonisatie tot gevolg aangezien de wetgever ervoor koos om de informatieplicht te laten gelden voor alle verzekeringen in Duitsland.

De minister van Justitie maakte gebruik van deze aan hem verleende bevoegdheid om artikel 7 VVG nader uit te werken. Hierdoor trad in 2008 de *Verordnung über Informationspflichten bei Versicherungsverträgen* (VVG-InfoV) in werking.²¹ Hiermee werd onder andere een precontractueel *Produktinformationsblatt* voor verzekeringen geïntroduceerd, namelijk in §4 VVG-InfoV.

De aanleiding voor het nieuwe informatiedocument was volgens de wetgever de veelvuldig geuite wens dat verzekeringsnemers in de precontractuele fase een informatiedocument zouden ontvangen met de belangrijkste kenmerken van een product voor het nemen van een beslissing.²² Het doel van het nieuwe artikel was om de vorm en wijze van verstrekking van dit document uit te werken.²³ Het document diende verzekeringsnemers in staat te stellen om op basis van een kort

14. Idem en Abschlussbericht der Kommission zur Reform des Versicherungsvertragsrecht vom 19. April 2004, p. 10.

15. Zoals art. 3 en 5 van Richtlijn 2002/65/EG, zie BT-Drs. 16/3945, p. 59.

16. BT-Drs. 16/3945, p. 47. Dit zijn aldus natuurlijke personen die niet handelen in het kader van de uitoefening van hun bedrijf, zie BT-Drs. 16/3945, p. 59-60.

17. Idem.

18. Idem.

19. Abschlussbericht der Kommission zur Reform des Versicherungsvertragsrechts vom 19. April 2004, p. 21.

20. Idem, p. 3.

21. Begründung bij Verordnung über Informationspflichten bei Versicherungsverträgen (VVG-Informationspflichtenverordnung VVG-InfoV) van 18 december 2007, BGBl. 2007, I nr. 66, p. 3004-3007.

22. Idem.

23. Idem.

en begrijpelijk document een overzicht te krijgen van de belangrijkste kenmerken van de verzekeringsovereenkomst.²⁴ Het zou bovendien kunnen functioneren als 'erste Orientierungshilfe' op grond waarvan de consument gemakkelijk op de hoogte kon raken van diens rechten en plichten.²⁵ Daarnaast zou het document ook een goed vertrekpunt zijn voor consumenten om zich verder in de verzekering te verdiepen. Opvallend is dat de wetgever nergens expliciet benoemt dat het document tot doel heeft om producten met elkaar te vergelijken.²⁶

Ondanks de nadere uitwerking van het algemene voorschrift, is de inhoud en vormgeving van het document voor verzekeringen vrijwel niet gestandaardiseerd. De wetgever voert hiertoe als reden aan, dat er een grote verscheidenheid aan verzekeringen is waarvoor het document opgesteld moet worden.²⁷ De wetgever achtte abstracte en algemene voorschriften daarom wenselijker.²⁸ Het opstellen van het document was volgens de wetgever namelijk vooral een taak van de opsteller.²⁹ Dit is tevens de reden dat de wetgever geen voorbeelddocumenten heeft ontworpen.³⁰ Een dergelijk document werd wel op initiatief van de financiële sector ontworpen, maar heeft geen bindende kracht. Wat de wetgever over standaardisatie schrijft, hangt mogelijk samen met het feit dat hij het vergelijken van verzekeringen niet als doel van het informatiedocument noemt. Bij andere informatiedocumenten zien wetgevers standaardisatie namelijk vaak als een middel om het vergelijken van producten te bevorderen.

Door de beperkte standaardisatie bestaan er onder meer geen regels over taalgebruik, kleurgebruik en omvang. Wel worden er een aantal onderwerpen opgesomd waarover in ieder geval informatie in het document opgenomen moet worden, met daarbij een korte toelichting wat de wetgever hieronder verstaat.³¹ Dit is een niet-limitatieve opsomming en de toelichting blijkt erg algemeen van aard. Hierdoor is er veel ruimte voor de opsteller. Aan deze vrijheid dragen ook de diverse open normen bij, bijvoorbeeld dat de informatie op een overzichtelijke en begrijpelijke manier in het document moet worden opgenomen.³² Wel wordt concreter voorgeschreven dat de informatieonderdelen in exact dezelfde volgorde als §4 alinea 2 VVG-InfoV in het document opgenomen moeten worden.

De wetgever ging bij de uitwerking van de voorschriften in de VVG-InfoV eveneens uit van een rationele belegger die bereid is om zich in informatie over

24. Idem.

25. Idem.

26. Hoewel dit wel impliciet uit de formuleringen van de wetgever zou kunnen voortvloeien. Bovendien impliceert het maken van een goede keuze dat producten met elkaar vergeleken kunnen worden. Echter, de wetgever legt de nadruk daarbij op het begrijpen van de verzekering en niet zozeer het vergelijken van diverse verzekeringen.

27. Begründung bij BGBl. 2007, I nr. 66, p. 3004-3007, p. 13.

28. Idem.

29. Idem.

30. Idem.

31. Namelijk in §4 alinea 2 VVG-InfoV.

32. §4 alinea 5 VVG-InfoV.

verzekeringen te verdiepen.³³ Het lijkt erop dat de wetgever wel in zekere mate wilde aansluiten bij de behoeften van de belegger. Zo zou het document alleen de informatie moeten bevatten die consumenten nodig hebben voor het maken van een beslissing in de precontractuele fase.³⁴ Wat hieronder precies wordt verstaan, laat de wetgever echter in het midden.

De voorschriften met betrekking tot het document gelden voor alle verzekeringen, hetgeen tot enige mate van harmonisatie leidt. Voor een aantal specifieke verzekeringen, zoals de levensverzekering en de ziektekostenverzekering, zijn er enkele aanvullende bepalingen in de VVG-InfoV opgenomen.³⁵

Enige tijd na de introductie van het document voor verzekeringen, namelijk in 2009, werden de resultaten gepubliceerd van een onderzoek naar het functioneren van het document.³⁶ Dit leidde tot de conclusie dat het document een stap in de goede richting was, maar in de praktijk nog niet het gewenste effect had. Zo bleek het document consumenten onvoldoende in staat te stellen om producten met elkaar te vergelijken,³⁷ bevatte het teveel informatie en stonden er regelmatig onbegrijpelijke formuleringen in.³⁸ Dit rapport leidde echter vooralsnog niet tot een wijziging van de regelgeving.

Op 27 oktober 2017 heeft het ministerie van Justitie een ontwerp tot wijziging van de VVG-InfoV voor advies en een besluit voorgelegd aan de regering.³⁹ Hierdoor zou de VVG-InfoV goed moeten aansluiten bij de voorschriften die door de PRIIPs-Verordening ook in Duitsland van toepassing zijn. Het ontwerp beoogt harmonisering zodat tevens voor verzekeringen die niet onder de PRIIPs-definitie vallen een document moet worden opgesteld dat vrijwel gelijk is aan het Key Information Document. Vooralsnog is de VVG-InfoV niet gewijzigd en is onbekend of en welke wijzigingen er zullen worden aangebracht.

5.2.2 *Informatiedocument voor financiële instrumenten (2011)*

Aan het informatiedocument voor financiële instrumenten ging een periode vooraf waarin door de minister van Voedsel, Landbouw en Consumentenbescherming⁴⁰ een beroep werd gedaan op de financiële sector. In juli 2009 riep de minister namelijk aanbieders van financiële producten op om op vrijwillige basis een informatie-

33. Zie bijvoorbeeld Begründung bij Verordnung über Informationspflichten bei Versicherungsverträgen (VVG-Informationspflichtenverordnung – VVG-InfoV), p. 13.

34. Idem.

35. Deze zijn te vinden in §4 alinea 2 en 3 VVG-InfoV.

36. Bund der Versicherten, Redaktion FD-VersR 2009, 274533.

37. Dit kan opvallend genoemd worden, aangezien het vergelijken van producten niet als doel werd genoemd door de wetgever.

38. Bund der Versicherten, Redaktion FD-VersR 2009, 274533.

39. Het ontwerp heb ik niet kunnen vinden, zie daarover daarom de reacties op het ontwerp: Bund der Versicherten december 2017 en Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. 11 december 2017.

40. Minister Aigner.

document voor hun producten te ontwikkelen.⁴¹ Deze oproep maakte onderdeel uit van het zogeheten ‘*Qualitätsoffensive Verbraucherfinanzen*’ dat tot doel had om de kwaliteit van advies voorafgaand aan de aanschaf van een financieel product te verbeteren en consumenten te helpen bij het kiezen van een financieel product zodat zij autonoom en zelfstandig zouden kunnen handelen op de financiële markten.⁴² Aanleiding voor dit initiatief vormde een onderzoek uit 2008 waaruit naar voren kwam dat er problemen bestonden met betrekking tot het adviseren van consumenten over financiële producten.⁴³ De financiële crisis speelde een belangrijke rol bij het boven water komen van deze problemen.⁴⁴ Het grootste probleem was volgens de literatuur dat advies veelal niet gebaseerd werd op het belang van de consument, maar veeleer op de hoogte van de provisie die de adviseur zou ontvangen.⁴⁵ De wetgever noemt echter als probleem dat de complexiteit en een grote diversiteit in aangeboden producten de markt voor consumenten intransparant maakte.⁴⁶ Dit bedreigde het vertrouwen van consumenten in de financiële sector en vormde volgens de wetgever een belemmering voor consumentgerichte en eerlijke financiële diensten.⁴⁷

De minister wees er bij de oproep op, dat consumenten te weinig zicht hadden op de financiële producten die werden aangeboden en de risico’s die dergelijke producten met zich brachten. Zij vond het belangrijk dat het belang van consumenten veel meer centraal zou komen te staan.⁴⁸ Een overzichtelijk, begrijpelijk en bondig document diende consumenten daarom in de gelegenheid te stellen om de belangrijkste kenmerken van een financieel product snel te begrijpen en met elkaar te vergelijken.⁴⁹

Om financiële ondernemingen handvatten te bieden bij het opstellen van een informatiedocument, werd er een voorbeelddocument openbaar gemaakt. Daarnaast werd in een *Diskussionsentwurf*⁵⁰ in algemene bewoordingen neergelegd wat de opbouw van een dergelijk document diende te zijn.⁵¹ Hoewel het opstellen van het document op vrijwillige basis diende te geschieden en de financiële sector alle ruimte kreeg om zelf vorm te geven aan het document, was de oproep van de minister niet geheel vrijblijvend. Zij kondigde namelijk aan, dat wanneer haar

41. BMELV 23 juli 2009.

42. BMELV 24 april 2013 en Toespraak van Ilse Aigner, ‘Umdenken – Gegenlenken, Verbraucher und Beschäftigte am Finanzmarkt schützen’, gehouden op de DGB Fachtagung te Berlijn op 9 september 2009.

43. Habschick & Evers 2008.

44. BT-Drs. 17/3628.

45. Schlee & Maywald 2012, p. 320 e.v.

46. BT-Drs. 17/3628.

47. Idem.

48. BMELV 23 juli 2009.

49. Idem. Zie ook BMELV 2009, onderdeel 6.

50. Een wetsvoorstel waarover gediscussieerd kan worden.

51. *Diskussionsentwurf für ein Produktinformationsblatt im Bereich Geldanlage*. De inhoud hiervan kan worden afgeleid uit een presentatie van E. Paetz van 17 september 2009.

oproep niet het gewenste effect had, er verplichtingen in de wet opgenomen zouden worden.⁵²

Een jaar later bleek, dat de financiële sector zeer beperkt in actie was gekomen naar aanleiding van de oproep. Slechts enkele banken hadden aan de oproep gehoor gegeven. De conclusie van het evaluatierapport dat verscheen, was derhalve even duidelijk als te verwachten: de oproep van de minister om door middel van een kort document de transparantie voor consumenten op de financiële markten te verbeteren was mislukt.⁵³ Hiervoor bestonden vijf redenen:⁵⁴

1. De verschillen tussen de documenten stonden eraan in de weg dat documenten goed met elkaar vergeleken konden worden.
2. De begrijpelijkheid liet te wensen over.
3. Het hanteren van verschillende begrippen met dezelfde betekenis zorgde voor onduidelijkheid.
4. Er werden in het document veelvuldig wervende teksten opgenomen waardoor de objectieve informatie werd vermengd met promotieteksten.
5. Er waren problemen met de manier waarop de informatie werd aangeboden. Zo werd positieve informatie in het begin van het document gezet en negatieve informatie aan het eind.

Deze constatering leidde tot een zestal aanbevelingen die samengevat meer standaardisatie en het toespitsten van het document op de meest essentiële informatie beoogden.⁵⁵ Tegelijkertijd riep het *Verbraucherzentrale Bundesverband* op, om wetgeving te ontwikkelen met betrekking tot het informatiedocument.⁵⁶

De wetgever gaf gehoor aan deze oproep omdat hij meende dat het zeer wenselijk was dat er eenduidige voorschriften met betrekking tot dit document zouden komen. Om de kwaliteit van advies voorafgaand aan de aanschaf van een financieel product te verbeteren en consumenten beter te beschermen tegen verkeerd advies, werd in 2011 daarom het *Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes* geïntroduceerd.⁵⁷ De wetgever schreef dat de financiële crisis duidelijk had gemaakt dat er op de kapitaalmarkt problemen bestonden die ervoor hadden gezorgd dat het vertrouwen van consumenten was geschaad.⁵⁸ Het doel van de wet was aldus om het functioneren van de kapitaalmarkt te verbeteren en daarmee het vertrouwen in de integriteit van

52. BMELV 23 juli 2009.

53. Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. 2010, p. 13.

54. Idem.

55. Idem.

56. Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. 2010.

57. Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) vom 5. April 2011, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2011, Teil I, nr. 14, p. 538-548.

58. DB-Drs. 17/3628, p. 1.

deze markt te herstellen.⁵⁹ Hiermee moest de financiële positie van Duitsland verbeterd worden.⁶⁰

Een belangrijk onderdeel van het wetgevingspakket was de invoering van een kort informatiedocument voor financiële instrumenten in het *Wertpapierhandelsgesetz* (WpHG) en het *Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung* (WpDVerOV).

In het algemeen dienden de informatieplichten die met deze wetten werden geïntroduceerd en waaronder ook het nieuwe informatiedocument valt, ertoe te leiden dat de transparantie van de kapitaalmarkt verbeterd zou worden.⁶¹ Meer in het bijzonder had het document tot doel dat consumenten de informatie zouden ontvangen die zij nodig hebben om een goede beleggingsbeslissing te kunnen nemen.⁶² Consumenten zouden daardoor namelijk op begrijpelijke en eenvoudige wijze inzicht moeten krijgen in de belangrijkste eigenschappen van het financiële product en in staat worden gesteld om producten met elkaar te vergelijken.⁶³ Daarnaast diende het document te waarschuwen voor risico's waarvan consumenten zich voordien onvoldoende bewust waren.⁶⁴ Hiermee moesten zij beschermd worden tegen het nemen van te grote risico's.⁶⁵

Het aantal voorschriften met betrekking tot het precontractuele informatiedocument was (en is) gering. In §31 WpHG was allereerst een zeer algemeen geformuleerde informatieplicht opgenomen. Het ministerie van Financiën heeft in samenwerking met het ministerie van Voedsel, Landbouw en Consumentenbescherming vervolgens de inhoud, opbouw, vormgeving en terbeschikkingstelling nader uitgewerkt.⁶⁶ Het resultaat daarvan werd neergelegd in §5a WpDVerOV.

De regelgeving met betrekking tot het document was en is vrijwel niet gestandaardiseerd. Het betreft vooral minimumvereisten die in zeer algemene bewoordingen voorschrijven hoe het informatiedocument opgesteld moet worden. De belangrijkste kritiek die op de regelgeving werd geleverd, was dat gedetailleerdere voorschriften wenselijk werd geacht.⁶⁷ De wetgever vond echter dat standaardisatie altijd nog mogelijk was wanneer het document in de praktijk onvoldoende informatief bleek of consumenten niet goed zou helpen met het vergelijken van producten.⁶⁸ De regels bevatten veel open normen, zoals dat het document 'tijdig' aan consumenten ter beschikking gesteld moet worden.⁶⁹ Er bestaan slechts enkele bepalingen over de inhoud en de omvang van het document. Ook de nadere uit-

59. Idem.

60. Idem.

61. Idem, p. 2.

62. Idem, p. 21.

63. Idem.

64. BT-Drs. 17/1782, p. 1.

65. Idem.

66. Zij hadden deze bevoegdheid op grond van §31 alinea 11 onder 2a WpHG.

67. Onder meer Bundesrat, BT-Drs. 17/3628, p. 32 en 34.

68. Zie BT-Drs. 17/3803 en Staatsecretaris Koschyk: BT-Drs. 17/2715, p. 20.

69. Aanvankelijk §31 alinea 3a eerste zin WpHG (oud), vanaf 2017 §64 alinea 2 eerste zin WpHG.

werking van de regels in het WpDVerOV is niet bepaald concreet. De meest specifieke bepalingen schrijven voor uit welke informatieonderdelen het document moet bestaan, de volgorde waarin deze in het document moeten worden opgenomen en dat het document maximaal uit twee of drie pagina's van A4-formaat mag bestaan.⁷⁰

Het document moet verschaft worden aan natuurlijke personen en rechtspersonen waarvan niet mag worden aangenomen dat zij over voldoende ervaring, kennis en expertise beschikken om investeringsbeslissingen te nemen en om de daarmee verbonden risico's goed in te schatten.⁷¹ De wetgever heeft echter aangegeven dat hij in het bijzonder de private belegger en niet de professionele belegger op het oog had bij de introductie van het informatiedocument.⁷² Enerzijds heeft de wetgever rekening gehouden met de belegger, door voor te schrijven dat het een kort en gemakkelijk te begrijpen document moet zijn. Anderzijds werd het document wederom gezien als een middel waarmee consumenten invulling konden geven aan hun eigen verantwoordelijkheid voor het nemen van een beslissing. Er werd aldus uitgegaan van een rationele consument die verantwoordelijk is voor zijn beslissing.⁷³

Bij de totstandkoming van de regelgeving is niet geprobeerd om de nieuwe voorschriften aan te laten sluiten bij de bestaande regels ten aanzien van het informatiedocument voor verzekeringen. Hiermee werd een mogelijkheid tot harmonisatie onbenut gelaten. Volgens de regering was de regelgeving voor verzekeringen namelijk niet automatisch geschikt voor andere financiële producten. Zij achtte het van groter belang dat consumenten informatie zouden ontvangen die hen in staat stelt om met zo min mogelijk inspanning producten met elkaar te vergelijken.⁷⁴

Om tegemoet te komen aan de roep tot meer gedetailleerde voorschriften, zou de toezichthouder⁷⁵ vanaf de inwerkingtreding van de regels de informatiedocumenten op hun vergelijkbaarheid gaan toetsen.⁷⁶ Wanneer hierdoor problemen geconstateerd zouden worden, dan zou de toezichthouder met concrete voorschriften betreffende lay-out en inhoud komen.⁷⁷ Uiteindelijk heeft de *Deutsche Kreditwirtschaft*, een overkoepelende organisatie van vijf kredietinstellingen, een poging tot standaardisatie gedaan. In maart 2011 kwamen zij met een voorbeelddocument dat opstellers konden gebruiken bij het ontwerpen van een informatiedocument.⁷⁸ Dit diende de eenvormigheid van informatiedocumenten te verbeteren, hetgeen

70. Aanvankelijk §5a WpDVerOV, vanaf 2018 §4 WpDVerOV.

71. Aanvankelijk §31 a WpHG, vanaf 2017 §64 alinea 2 eerste zin jo. 67 alinea 1 WpHG.

72. DB-Drs. 17/3628, p. 21.

73. Idem.

74. BT-Drs. 17/2756, p. 4.

75. De Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

76. DB-Drs. 17/3628, p. 22.

77. Idem.

78. De zogeheten ZKA-standaard.

ten goede moest komen aan de vergelijkbaarheid van producten en de markttransparantie.⁷⁹ Dit voorbeelddocument was echter niet-juridisch bindend.

Enkele jaren later, in 2012, publiceerde de toezichthouder (de BaFin) de resultaten van een onderzoek naar het functioneren van het informatiedocument.⁸⁰ Hieruit bleek dat 75% van de consumenten de mening was toegedaan dat het geïntroduceerde informatiedocument belangrijk was bij het nemen van een beslissing over de aanschaf van een financieel product.⁸¹ Er kwamen echter ook vele tekortkomingen aan het licht. Zo werd geconstateerd dat bijna de helft van de documenten te veel of juist te weinig informatie bevatte, onbegrijpelijk of onjuist was.⁸² Bovendien bestonden er problemen met het vergelijken van producten.⁸³

De minister reageerde verbaasd op deze resultaten en zei niet te begrijpen waarom de documenten zoveel gebreken vertoonden.⁸⁴ Volgens haar hadden financiële instellingen namelijk voldoende tijd gehad om goede documenten op te stellen.⁸⁵ Ze legde wederom de bal bij de financiële instellingen en confronteerde hen met de vraag hoe zij deze gebreken dachten op te lossen.⁸⁶ Dit resulteerde in een gesprek tussen de minister, vertegenwoordigers van het bankwezen, consumenten- en beleggersbeschermingsorganisaties en de financiële toezichthouder.⁸⁷ Na afloop van deze beraadslaging namen partijen zich voor om de handen ineen te slaan en de begrijpelijkheid van het informatiedocument te verbeteren.⁸⁸ De minister stelde een duidelijke tijdslimiet en kondigde tevens aan, dat het niet slagen van het voornemen binnen die termijn ertoe zou leiden dat er gedetailleerde regelgeving zou komen.⁸⁹

Dergelijke regelgeving heeft vooralsnog niet het levenslicht gezien. De samenwerking leidde wel tot twee documenten. Allereerst werd er een verklarende woordenlijst, een zogeheten *Glossar*, gepubliceerd.⁹⁰ Dit niet-juridisch bindende document moest het taalgebruik en de formuleringen in het informatiedocument begrijpelijker maken.⁹¹ Een tweede resultaat was, dat de Duitse toezichthouder met een *Rundschreiben* kwam.⁹² Hierin worden de wettelijke bepalingen, zoals open normen, met betrekking tot het informatiedocument toegelicht. Het dient opstel-

79. Persbericht van Bankenverband 14 maart 2011.

80. Habschick e.a. 2012.

81. Idem, p. 8.

82. Idem, p. 10-14.

83. Idem, p. 14-15.

84. BMELV 14 maart 2012.

85. Idem.

86. Idem.

87. BMELV 2 september 2013.

88. Idem.

89. BMELV 14 maart 2012.

90. BMELV 2 september 2013, Werkgroep o.l.v. de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht & Bundesministerium der Finanzen augustus 2013.

91. Werkgroep o.l.v. de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht & Bundesministerium der Finanzen augustus 2013.

92. BaFin 2013, Rundschreiben 4/2013.

lers handvatten te bieden voor de wijze waarop zij invulling moeten geven aan de voorschriften in het WpHG. Dit Rundschreiben heeft, evenals de Glossar, geen juridische status.⁹³ Wel heeft het praktische relevantie, aangezien het voor opstellers duidelijk maakt welke maatstaven de toezichthouder aanlegt bij het toezicht op dit informatiedocument.⁹⁴ Indirect heeft het dus wel juridische relevantie.

De PRIIPs-Verordening had in Duitsland tot gevolg dat de wetgever een nieuwe wet ontwierp waarmee diverse andere wetten werden gewijzigd.⁹⁵ De regelgeving voor het document voor financiële instrumenten veranderde echter niet aanzienlijk. Wel leidde het ertoe dat de voorschriften sindsdien in §64 WpHG en §4 WpDVerOV zijn opgenomen. De meest relevante wijziging is dat het document niet langer opgesteld moet worden voor financiële instrumenten waarop de PRIIPs-Verordening van toepassing is.⁹⁶ Voor dat document dient namelijk een zogeheten *Basisinformationsblatt* (de Duitse benaming voor het Key Information Document) te worden opgesteld. Bovendien zijn de voorschriften over de inhoud van het document sindsdien nog summierder.

5.2.3 *Informatiedocument voor icbe's (2011)*

Voor de volledigheid wordt hier kort iets geschreven over de omzetting van de icbe-Richtlijn in het Duitse recht. In Duitsland werden de voorschriften betreffende het Key Investor Information Document in 2011 opgenomen in het *Investmentgesetz*.⁹⁷ Het document kreeg de benaming *wesentlichen Anlegerinformationen*. De doelen van deze regels komen overeen met de Europese doelen. De Europese voorschriften zijn echter niet één op één geïmplementeerd in de Duitse rechtsorde.⁹⁸ Een belangrijk verschil is, dat de regelgeving niet alleen van toepassing is op beleggingsfondsen die kwalificeren als icbe's in de zin van de Richtlijn, maar ook op open fondsen.⁹⁹

Op 22 juli 2013 werd het Investmentgesetz vervangen door het *Kapitalanlagegesetzbuch* (KAGB).¹⁰⁰ Door deze wet, waarvan de regels met betrekking tot het Key Investor Information Document onderdeel uitmaakten, zou de samenhang tussen de regels met betrekking tot beleggingsfondsen beter moeten worden.¹⁰¹ Op enkele

93. BaFin juni 2010, Rundschreiben 4/2010 (WA).

94. Theißen in: Kuthe & Szesny 2014.

95. Namelijk Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarkt-novellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) vom 30. Juni 2016, *Bundesgesetzblatt* Jahrgang 2016, Teil I, nr. 31, p. 1514-1544 en BT-Drs. 180/16.

96. §64 alinea 2 WpHG.

97. BT-Drs. 17/4510.

98. BT-Drs. 17/5403, p. 4.

99. §164 alinea 1 KAGB en §116 alinea 4 KAGB.

100. Dit ter omzetting van Richtlijn 2011/61/EU.

101. Bundesrat Drucksache 791/12, p. 2.

redactionele kanttekeningen na, is de nieuwe regelgeving over het informatiedocument identiek aan de daaraan voorafgaande regels.¹⁰²

5.2.4 *Informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesterings (2012)*

Vanaf 1 juni 2012 is een kort precontractueel informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesterings verplicht. Aanleiding hiervoor waren de problemen ten aanzien van deze producten die boven water kwamen. De wetgever constateerde namelijk dat beleggers op deze markt om verschillende redenen risico liepen op financiële schade, namelijk: a) door onbetrouwbare aanbieders, b) door de producten die deze aanbieders aanboden en c) doordat distributeurs van dergelijke producten vaak onvoldoende gekwalificeerd waren en consumenten daardoor geen goed advies kregen.¹⁰³ De gebrekkige regelgeving voor deze producten werd als oorzaak van de problemen gezien.¹⁰⁴

De wetgeving waarvan het nieuwe informatiedocument deel uitmaakte, moest leiden tot een hoger niveau van beleggersbescherming op de markt voor risicovolle kapitaalinvesterings.¹⁰⁵ Hiermee zou het vertrouwen van beleggers hersteld moeten worden, waardoor de financiële positie van Duitsland naar verwachting zou verbeteren.¹⁰⁶ Een onderdeel van het wetgevingspakket was de introductie van het *Vermögensanlagengesetz*.¹⁰⁷ Op grond hiervan moet sinds 2012 een precontractueel informatiedocument opgesteld worden. Dit document had volgens de wetgever tot doel om beleggers op een korte en begrijpelijke manier over producten te informeren.¹⁰⁸ Hierdoor zouden beleggers in staat worden gesteld om verschillende financiële producten met elkaar te vergelijken.¹⁰⁹

De regelgeving met betrekking tot het informatiedocument is niet bepaald gestandaardiseerd. Er bestaat voor de opstellers van dit document veel vrijheid bij de invulling van de voorschriften. Deze voorschriften, onder meer met veel open normen, bepalen namelijk slechts in zeer algemene bewoordingen welke informatie in het document moet worden opgenomen. Regels over de lay-out ontbreken en er worden eveneens geen formuleringen voorgeschreven. Er werd destijds wel gepleit voor meer standaardisatie¹¹⁰, zoals een document met gestandaardiseerde

102. Zie hierover bijvoorbeeld Ahr: http://www.rechtsanwalt-ahr.de/PDFs/veroeffentlichungen/Beipackzettel%20PIB_VIB_KIID.pdf

103. BT-Drs. 17/7453, p. 1 en BT-Drs. 17/6051, p. 1.

104. Idem.

105. BT-Drs. 17/7453, p. 1.

106. BT-Drs. 17/6051, p. 30.

107. Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts vom 6. Dezember 2011 Bundesgesetzblatt Jahrgang 2011 Teil I Nr. 63, ausgegeben zu Bonn am 12. Dezember 2011, p. 2481-2506.

108. BT-Drs. 17/7453, p. 1 en BT-Drs. 17/6051.

109. BT-Drs. 17/6051, p. 33.

110. Zie onder andere BT-Drs. 17/6051, p. 57, BT-Drs. 17/7477, p. 4 en BT-Drs. 17/7993, p. 16.

antwoordmogelijkheden of een voorbeelddocument.¹¹¹ De regering reageerde hierop door te wijzen op de bevoegdheid die de wet bood voor een nadere uitwerking van de regelgeving.¹¹² De regering heeft deze bepaling naar eigen zeggen opgenomen voor het geval er in de praktijk problemen zouden ontstaan met het document.¹¹³

De wetgever had bij het ontwerpen van de regelgeving voor het korte informatiedocument de 'gemiddelde belegger' op het oog, voor wie het document begrijpelijk zou moeten zijn.¹¹⁴ Ondanks deze expliciete uiting, wordt nergens toegelicht wie deze gemiddelde belegger is. Het lijkt erop dat hieronder zowel natuurlijke personen als rechtspersonen kunnen vallen. De wetgever besteedt er echter geen aandacht aan hoe deze belegger beslissingen neemt, welke voorkennis hij heeft enzovoort. Bovendien ontbreken voorschriften die mogelijk de begrijpelijkheid van de informatie voor beleggers kan bevorderen, zoals voorschriften over kleur- en taalgebruik. Wel gaat de wetgever uit van een causaal verband tussen het nieuwe informatiedocument en het nemen van betere beslissingen door de belegger.¹¹⁵ Het is aldus aannemelijk dat de wetgever uitgaat van een rationele consument die bereid is om zich te verdiepen in de informatie. Eveneens wordt de verantwoordelijkheid van de belegger benadrukt.¹¹⁶

Aan de introductie van het informatiedocument is geen onderzoek voorafgegaan. Tevens wordt, opvallend genoeg, geen aandacht besteed aan de ervaringen die destijds waren opgedaan met andere vergelijkbare nationale of Europese informatiedocumenten en de vraag of deze het gewenste effect hadden.¹¹⁷

Bij het ontwerpen van de regelgeving werd aansluiting gezocht bij §5 WpDVerOV.¹¹⁸ Desalniettemin verschillen de voorschriften van beide documenten van elkaar omdat de wetgever de voorschriften goed wilde afstemmen op de specifieke kenmerken van *Vermögensanlagen*.¹¹⁹ Er is dus slechts zeer beperkt sprake van harmonisatie.

Latere wijzigingen

Door het zogeheten *Kleinanlegerschutzgesetzes* is de regelgeving voor onder meer het informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesteringen veranderd. De aanleiding voor deze wet was onder meer dat beleggers door risicovolle kapitaalinvesteringen schade hadden geleden. Als een van de redenen daarvoor wordt

111. BT-Drs. 17/6051, p. 57, BT-Drs. 7475 en Bundesrat Drucksache 209/11.

112. Namelijk §13 alinea 6 VermAnlG. Zie Anlage 5, Gegenäußerung der Bundesregierung zur Stellungnahme des Bundesrates, bij BT-Drs. 17/6051, p. 63.

113. BT-Drs. 17/6051, p. 42.

114. Idem, p. 34.

115. BT-Drs. 17/14666, p. 6.

116. Idem.

117. Enzo Deutscher Industrie- und Handelskammertag 2011, p. 3.

118. BT-Drs. 17/6051, p. 34.

119. Idem.

genoemd dat beleggers er onterecht van uitgingen dat zij hoge rendementen konden halen zonder risico te lopen.¹²⁰ Dit had gezorgd voor een dalend vertrouwen in deze markt. Het verbeteren van de transparantie en informatie werd door de wetgever gezien als één van de oplossingen.

De wijziging van de voorschriften had onder meer tot gevolg dat het toezicht op het document is toegenomen. Het informatiedocument moet door de aanbieder namelijk eerst bij de toezichthouder worden neergelegd voordat het product wordt aangeboden.¹²¹ Het document mag vervolgens pas openbaar gemaakt worden als daarvoor toestemming wordt gegeven door de toezichthouder.¹²² Daarnaast is het aantal informatieonderwerpen dat wordt voorgeschreven uitgebreid.¹²³ Eveneens dient er op de eerste bladzijde van het document een waarschuwing opgenomen te worden die ertoe strekt dat de investering er zelfs toe kan leiden dat de belegger al het ingelegde vermogen verliest.¹²⁴ Hoewel de voorschriften nog steeds niet bepaald specifiek zijn, is er door de nieuwe voorschriften sprake van een iets hogere mate van standaardisering. De introductie van de PRIIPs-Verordening had tot gevolg dat voor risicovolle kapitaalinvesteringen die onder deze Verordening vallen, niet langer het nationale document moet worden opgesteld maar het Europese document.¹²⁵

5.2.5 *Informatiedocument voor private pensioenproducten (2013)*

De demografische veranderingen in Duitsland vormden de belangrijkste aanleiding voor een informatiedocument voor private pensioenproducten.¹²⁶ Doordat er al jaren sprake was van een dalend geboortecijfer en een toenemende levensverwachting, kwam het staatspensioen steeds meer onder druk te staan. Een steeds kleiner wordend aantal personen moest hierdoor zorg dragen voor de pensioenvoorziening van een in aantal groeiende groep gepensioneerden.¹²⁷ Tegen deze achtergrond wonnen de aanvullende particuliere pensioenen aan belang.¹²⁸

Deze producten waren echter volgens de wetgever vaak erg ingewikkeld voor beleggers.¹²⁹ Ook werden consumenten geconfronteerd met veel producten die sterk van elkaar verschilden.¹³⁰ Doordat er alleen een algemeen geformuleerde plicht bestond om consumenten te informeren over private pensioenproducten,

120. BT-Drs. 18/4708, p. 1.

121. §13 alinea 1 VermAnlG.

122. §13 alinea 2 VermAnlG.

123. §13 alinea 3 en 4 VermAnlG.

124. §13 alinea 4 VermAnlG.

125. §13 alinea 1 VermAnlG.

126. BT-Drs. 17/10818, p. 13.

127. Idem.

128. Idem.

129. Idem, p. 24-25.

130. Idem, p. 25.

werden de kosten verschillend weergegeven. Dit maakte het voor consumenten lastig om de kosten van producten met elkaar te vergelijken.¹³¹

Omdat er al een aantal jaren kritiek werd geleverd op private pensioenproducten, werd er in opdracht van het ministerie van Financiën een onderzoek uitgevoerd naar de informatieplichten voor deze producten.¹³² Dit onderzoek bevestigde de door de wetgever genoemde problemen die aanleiding vormden voor het informatiedocument, hoewel de wetgever bij de introductie van de nieuwe regelgeving niet expliciet verwijst naar dit evaluatierapport. Het is echter aannemelijk dat dit rapport hierbij wel een rol heeft gespeeld.¹³³

In 2013 trad een nieuwe wet in werking, het *Altersvorsorge-Verbesserungsgesetz*.¹³⁴ Deze wet had tot doel om de beleggersbescherming te verbeteren.¹³⁵ Meer in het bijzonder werd hiermee aanbieders van private pensioenproducten de verplichting opgelegd om een Produktinformationsblatt op te stellen, namelijk op grond van §7 van deze wet. Met de introductie van deze plicht wilde de wetgever de transparantie en vergelijkbaarheid van private pensioenproducten verbeteren.¹³⁶ Dit zou de concurrentie tussen aanbieders moeten bevorderen en daarmee leiden tot lagere kosten.¹³⁷ Een ander doel van de regelgeving was informatiereductie. Tot dan toe bestond er voor aanbieders namelijk soms de verplichting om een informatiedocument op te stellen op grond van verschillende wetten, zoals het reeds beschreven *Versicherungsvertragsgesetz* of het *Wertpapierhandelsgesetz*. Duidelijke regels voor pensioenproducten zouden daarom tot lagere administratieve lasten voor aanbieders moeten leiden.¹³⁸ Bovendien zou dit meer overzicht, transparantie en minder complexiteit tot gevolg moeten hebben, zodat beleggers producten beter zouden kunnen beoordelen.¹³⁹

De regelgeving met betrekking tot het informatiedocument is zeer beperkt, namelijk één artikel.¹⁴⁰ In verband met de vergelijkbaarheid wilde de wetgever de opbouw en de inhoud van het informatiedocument wettelijk voorschrijven.¹⁴¹ Dit sluit aan bij de aanbevelingen in het evaluatierapport.¹⁴² Daarnaast streefde de wetgever, onder andere vanwege de ervaringen die in het buitenland met informa-

131. Idem.

132. Westerheide e.a. 2010.

133. De wetgever verwijst hier namelijk eerder wel naar, namelijk in BT-Drs. 17/677, p. 1-2.

134. Gesetz zur Verbesserung der steuerlichen Förderung der privaten Altersvorsorge (Altersvorsorge-Verbesserungsgesetz-AltVVerbG) vom 24. Juni 2013, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2013 Teil I Nr. 31, Bonn: 28 juni 2013, p. 1667-1678.

135. BT-Drs. 17/10818, p. 13.

136. Idem, p. 13, 24 en 25.

137. Idem, p. 13.

138. Idem.

139. Idem.

140. §7 AltZertG.

141. BT-Drs. 17/10818, p. 13.

142. Westerheide e.a. 2010, onder andere p. 7 en 93.

tiedocumenten was opgedaan, naar standaardisatie.¹⁴³ Des te opvallender is het dan ook dat het informatiedocument slechts in zeer beperkte mate gestandaardiseerd is. Zo ontbreken voorschriften over onder meer vormgeving, kleurgebruik, taalgebruik, opbouw, omvang en verhouding tot promotiemateriaal. Ook wordt de inhoud niet-limitatief voorgeschreven waardoor er voor opstellers ruimte is om daarnaast andere informatie in het document op te nemen.¹⁴⁴ Het ministerie van Financiën heeft wel de bevoegdheid om samen met enkele andere ministeries¹⁴⁵ de regelgeving ten aanzien van het informatiedocument uit te werken.¹⁴⁶ Dit heeft het vooralsnog echter niet gedaan. Wel is er na inwerkingtreding van de regelgeving in opdracht van het ministerie van Financiën onderzoek gedaan naar de wijze waarop een informatiedocument voor pensioenproducten het beste vormgegeven kan worden.¹⁴⁷ In het rapport dat naar aanleiding van dit onderzoek verscheen, wordt onder meer een voorbeelddocument en een handleiding voor het opstellen van dit document gepresenteerd. Dit heeft echter geen juridische status. Het verschijnen van het rapport heeft er overigens niet toe geleid dat de wetgever actie heeft ondernomen, iets wat gezien onder meer de inzichten die het rapport bood, denkbaar was geweest.

Bij het ontwerpen van de regelgeving werd getracht de positie van private beleggers te verbeteren. De wetgever ging hierbij uit van een rationele belegger die verantwoordelijkheid neemt.¹⁴⁸ Hij neemt een causaal verband aan tussen het verschaffen van een informatiedocument en het vormen van een goed beeld over een financieel product.¹⁴⁹

De wetgever noemt nergens dat hij getracht heeft bij het ontwerpen van de voorschriften aansluiting te zoeken bij reeds bestaande voorschriften voor informatiedocumenten. Wel heeft de wetgever geprobeerd om duidelijkheid te verschaffen over hoe dit document zich verhoudt tot het precontractuele document voor verzekeringen en financiële instrumenten. Wanneer er namelijk een informatiedocument op grond van het AltZertG verschaft moet worden, dan hoeft er geen document in de zin van §4 VVG-InfoV verstrekt te worden.

De inwerkingtreding van de PRIIPs-Verordening heeft geen invloed gehad op de voorschriften voor het informatiedocument voor private pensioenproducten.

143. BT-Drs. 17/10818, p. 25.

144. §7 alinea 1 onder 1 AltZertG.

145. Namelijk het ministerie van Arbeid en Sociale Zaken en het ministerie voor Voedsel, Landbouw en Consumentenbescherming.

146. Op grond van §6 AltZertG.

147. Tiffe e.a. 2012.

148. BT-Drs. 17/677, p. 2 en BT-Drs. 17/2287, p. 7.

149. Bijvoorbeeld BT-Drs. 17/2287, p. 7.

5.3 SCHEMATISCHE SAMENVATTING VAN BELEIDSTHEORIE PER DOCUMENT EN TOELICHTING

Voordat de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan de informatiedocumenten in Duitsland wordt samengevat en toegelicht, worden eerste enkele opmerkingen gemaakt. Allereerst, in het overzicht ontbreekt een schema voor het Duitse informatiedocument voor icbe's en de gevolgen van de PRIIPs-Verordening. De reden hiervoor is, dat deze voorschriften op Europees niveau tot stand zijn gekomen en daarom in het hoofdstuk over Europa (hoofdstuk 2) uitgebreid worden beschreven. Wel is het relevant om te vermelden dat de voorschriften die van toepassing zijn op het Key Investor Information Document zoals die voortvloeiden uit de icbe-Richtlijn in 2011 werden opgenomen in het Investmentgesetz. Een belangrijk verschil met de Europese voorschriften is dat deze regelgeving in Duitsland niet alleen van toepassing werd verklaard op beleggingsfondsen die vallen onder de icbe definitie, maar ook op open fondsen. Hiermee werd in Duitsland dus een iets hogere mate van harmonisering bereikt. Vermoedelijk zal zoiets ook gebeuren voor verzekeringen. Er bestaat namelijk een voorstel dat er voor verzekeringen die kwalificeren als PRIIP en voor verzekeringen die niet onder die definitie vallen een Key Information Document opgesteld moet worden. Of en in hoeverre deze wetgeving van kracht zal worden is op dit moment onbekend. Tot slot, kleine wijzigingen die zich na inwerkingtreding van een informatiedocument hebben voorgedaan zullen eveneens niet in het schema worden opgenomen (dit geldt met name voor de inwerkingtreding van het *Kleinanlegerschutzgesetz*). Het schema heeft namelijk tot doel om de grote lijnen te schetsen en overzicht te bieden.

5.3.1 *Informatiedocument voor verzekeringen*

5.3.1.1 *Schema beleidstheorieën Duitse informatiedocument voor verzekeringen*

2007: Artikel 7 VVG: introductie van een precontractuele informatieplicht (nog geen document)

Aanleidingen

- Herziening van het wetboek voor verzekeringen omdat het niet meer overeen kwam met het denken en rechtsgevoel van die tijd. Hierdoor werd het onder andere door rechters ruim geïnterpreteerd en daarmee uitgebreid.
- Ontevredenheid over de bestaande wijze van informatieverschaffing (het *Policenmodell*).

Doelen

- Wetgevingspakket:
- Verzekeringsrecht in overeenstemming brengen met recente rechtspolitieke- en andere ontwikkelingen.

	<ul style="list-style-type: none"> – Positie van verzekeringsnemers ten opzichte van verzekeraars versterken. – Verbeteren transparantie.
	Informatieplicht:
	<ul style="list-style-type: none"> – Implementeren Europese informatieplichten. – Betere consumentenbescherming door consumenten voor het sluiten van een overeenkomst beter inzicht te bieden in de belangrijkste kenmerken van een verzekering. – Instrumenteel doel van vorige doel: concurrentie tussen verzekeraars beïnvloeden.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Weinig voorschriften. – Zeer algemeen van aard. – Veel open normen. – <i>Hard law</i>.
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – Rationele consument. – Wetgever benadrukt de eigen verantwoordelijkheid van de consument.
Evaluatieonderzoek	<ul style="list-style-type: none"> – Onderzoek van een commissie naar functioneren informatieplichten verzekeraars (voorafgaand aan introductie VVG).
Harmonisering	Ja en nee: <ul style="list-style-type: none"> – Ja, want de informatieplicht ging gelden voor alle verzekeringen. – Nee, want de informatieplicht gold alleen voor verzekeringen en niet voor andere producten.

2008: Uitwerking algemene informatieplicht met introductie van §4 VVG-InfoV

Aanleidingen	De veel geuite wens dat verzekeringsnemers in de precontractuele fase een informatiedocument met belangrijkste kenmerken van een financieel product zouden krijgen.
Doelen	<ul style="list-style-type: none"> – Begrijpen. – Vertrekpunt voor consument om zich verder in het product te verdiepen.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Weinig voorschriften. – Vrijwel niet gestandaardiseerd. Standaardisering was volgens wetgever niet wenselijk i.v.m. grote verscheidenheid verzekeringen. Veel open normen. – <i>Hard law</i>.
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – Rationele consument. – Wetgever lijkt te willen aansluiten bij behoeften van belegger.
Evaluatieonderzoek	<ul style="list-style-type: none"> – In 2009 bleek uit onderzoek dat het document een stap in de goede richting was, maar in de praktijk nog op diverse punten tekortschoot.

Harmonisering	Zie over harmonisering hetgeen wordt geschreven bij VVG. In de VVG-InfoV werden voor een aantal specifieke verzekeringen enkele aanvullende bepalingen opgenomen.
----------------------	---

5.3.1.2 *Toelichting per beleidsaspect*

5.3.1.2.1 **Aanleidingen**

In 2007 werd een geheel nieuw wetboek voor verzekeringen geïntroduceerd dat ook een algemene precontractuele informatieplicht met zich bracht voor verzekeraars. Aanleiding hiervoor was de constatering dat het destijds bestaande wetboek niet meer overeen kwam met het denken en rechtsgevoel van die tijd. Hierdoor werd het door rechters ruim geïnterpreteerd en daarmee uitgebreid. Een andere aanleiding was de kritiek op de manier waarop destijds informatie aan verzekeringsnemers werd verstrekt.

Omdat het door velen wenselijk werd geacht dat verzekeringsnemers in de precontractuele fase over een informatiedocument met de belangrijkste kenmerken van de verzekering zouden beschikken, werd de algemene informatieplicht uitgewerkt. In 2008 werd daartoe §4 VVG-InfoV van kracht.

5.3.1.2.2 **Doelen**

De nieuwe verzekeringswet (het *Versicherungsvertragsgesetz*) had tot doel om het verzekeringsrecht in overeenstemming te brengen met recente rechtspolitieke en andere ontwikkelingen. Ook moest het de positie van verzekeringsnemers ten opzicht van verzekeraars versterken en leiden tot meer transparantie. Meer in het bijzonder werden met de informatieplicht in artikel 7 VVG drie doelen nagestreefd. In de eerste plaats de implementatie van Europese informatieplichten. Ten tweede moest de informatieplicht consumenten in de precontractuele fase beter inzicht geven in de belangrijkste kenmerken van de verzekering en daarmee leiden tot een hogere mate van consumentenbescherming. Het tweede doel stond volgens de wetgever ten dienste van het derde doel: concurrentie tussen verzekeraars beïnvloeden. Hoewel de blik van de wetgever eerst vooral gericht was op de consument, lijkt deze blik op den duur vooral gericht op het economische belang. Het informeren van beleggers staat immers volgens de wetgever ten dienste van het bevorderen van de concurrentie tussen verzekeraars.

De introductie van het informatiedocument in 2008 had tot doel om verzekeringsnemers inzicht te bieden in het product. Eveneens zou het document voor consumenten als een vertrekpunt kunnen fungeren om zich verder in het product te verdiepen. Het is opvallend dat de wetgever juist dit doel noemt. Meestal wordt namelijk ook met een informatiedocument voor financiële producten nagestreefd dat consumenten hierdoor gemakkelijk producten met elkaar kunnen vergelijken. Dit doel wordt echter niet door de wetgever vermeld.

5.3.1.2.3 Regelgeving

De informatieplicht die in het VVG werd opgenomen, is zeer algemeen van aard, bestaat slechts uit één artikel en bevat veel open normen. De introductie van het precontractuele informatiedocument een jaar later, kan worden gezien als een uitwerking van de algemene informatieplicht. Dit document is echter eveneens vrijwel niet gestandaardiseerd omdat de wetgever dit in verband met de grote verscheidenheid van verzekeringen niet wenselijk achtte. Er zijn slechts weinig voorschriften die betrekking hebben op het document (namelijk §4 VVG-InfoV). Dit leidt tot enkele inconsistenties met hetgeen de wetgever tijdens de totstandkoming van de voorschriften voor ogen had. Zo benadrukte de wetgever destijds namelijk dat het van belang werd geacht dat het een kort document zou worden. Dit is echter niet omgezet in wetgeving waarin bijvoorbeeld een maximumaantal pagina's wordt voorgeschreven waaruit het document mag bestaan. Daarnaast bevat de regelgeving veel open normen. Het betreffen bindende voorschriften.

5.3.1.2.4 Belegger

Bij de herziening van het verzekeringsrecht gaat de wetgever uit van een rationele consument die zelf verantwoordelijk is voor diens doen en laten. Bij de totstandkoming van de VVG-InfoV heeft de wetgever hetzelfde beeld van de belegger maar spreekt hij daarbij wel uit, dat hij aan wil sluiten bij de behoeften van de belegger. Het kan opvallend genoemd worden, dat de informatieplicht de eigen verantwoordelijkheid van verzekeringsnemers zou moeten ondersteunen. De commissie die destijds was belast met het onderzoek naar het functioneren van informatieplichten van verzekeraars, schreef namelijk dat slechts weinig consumenten over voldoende kennis en ervaring beschikken om te beoordelen of een verzekering gezien hun financiële situatie geschikt is.¹⁵⁰

5.3.1.2.5 Evaluatieonderzoek

Een commissie deed voor de introductie van de nieuwe verzekeringswet onderzoek naar de wijze waarop informatieplichten van verzekeraars destijds functioneerden. Dit bracht onder meer diverse problemen aan het licht. Na de inwerkingtreding van een informatiedocument verscheen een jaar later een onderzoek naar het functioneren van dit document. Hieruit bleek dat het een stap in de goede richting was, maar in de praktijk nog op een aantal punten tekortschoot. Dit leidde echter niet tot wijziging van de regelgeving.

5.3.1.2.6 Harmonisering

De regels in het VVG leidden in zekere zin tot harmonisering omdat de informatieplicht van toepassing is op alle verzekeringen. Anderzijds leidde het niet tot har-

150. Abschlussbericht der Kommission zur Reform des Versicherungsvertragsrechts vom 19. April 2004, p. 21.

monisering, omdat deze plicht alleen van toepassing is op verzekeringen en dus niet geldt voor andere financiële producten. Dit geldt ook voor de VVG-InfoV. Wel werden er in de VVG-InfoV voor een aantal specifieke verzekeringen enkele aanvullende bepalingen opgenomen.

5.3.2 *Informatiedocument voor financiële instrumenten*

5.3.2.1 *Schema beleidstheorieën Duitse informatiedocument voor financiële instrumenten*

2011: WpHG en WpDVerOV

Aanleidingen	<ul style="list-style-type: none"> – De financiële sector ondernam niet op vrijwillige basis actie na oproep daartoe van minister. – Door financiële crisis waren problemen met betrekking tot adviseren van consumenten over financiële producten boven water gekomen. – Probleem was onder andere, dat de complexiteit en grote diversiteit in producten zorgde voor een intransparante markt voor consumenten. Dit bedreigde het vertrouwen van consumenten in de financiële sector en vormde een belemmering voor consumentgerichte en eerlijke financiële diensten. – Consumenten hadden te weinig zicht op de financiële producten en de risico's die ze met zich brachten.
Doelen	<p>Doel van de wet:</p> <ul style="list-style-type: none"> – functioneren van de kapitaalmarkt verbeteren, hetgeen moest leiden tot herstel van vertrouwen in deze markt. Dit moest de financiële positie van Duitsland herstellen. <p>Informatiedocument:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Begrijpen. – Vergelijken. – Waarschuwen tegen risico's.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Aantal voorschriften beperkt, onder andere vrijwel geen voorschriften over vormgeving document. – Zeer algemeen geformuleerde informatieplicht in het WpHG: juridisch bindend. – Ook plicht tot opstellen informatiedocument in de WpDVerOV is algemeen van aard en juridisch bindend. – Wetgever vond dat standaardisatie altijd nog mogelijk was als er problemen ontstonden.

	<ul style="list-style-type: none"> – Deutsche Kreditwirtschaft kwam in 2011 met een voorbeelddocument en deed daarmee een poging tot standaardisatie. Dit was echter niet juridisch bindend. – Veel open normen.
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – Natuurlijke personen en rechtspersonen met onvoldoende ervaring, kennis en expertise. – Rationele belegger die verantwoordelijk is voor beslissing. Document is middel om invulling te kunnen geven aan die verantwoordelijkheid. – Wetgever heeft enigszins rekening gehouden met de belegger (het moest een kort en gemakkelijk te begrijpen document zijn).
Evaluatieonderzoek	<ul style="list-style-type: none"> – 2008: onderzoek naar de wijze waarop advisering aan consumenten in de financiële sector verbeterd kon worden. Dit leidde tot de aanbeveling om een informatiedocument te ontwikkelen. – 2012: een evaluatie van de actie die financiële instellingen op vrijwillige basis hadden ondernomen. Dit leidde tot diverse aanbevelingen die onder andere hebben geleid tot deze wetgeving voor een informatiedocument.
Harmonisering	Nee, geen aansluiting gezocht bij bestaande voorschriften voor document voor verzekeringen. Wetgever achtte regelgeving voor verzekeringen niet automatisch geschikt voor andere producten.

Glossar (2013) en Rundschreiben (2014)

Aanleidingen	Tekortkomingen blijkend uit onderzoek naar functioneren van het informatiedocument. De minister riep de financiële sector op tot actie en kondigde aan bij achterwege blijven daarvan met gedetailleerde regelgeving te komen.
Doelen	<p>Glossar:</p> <ul style="list-style-type: none"> – verklarende woordenlijst die het taalgebruik en de formuleringen in het document begrijpelijker moest maken. <p>Rundschreiben:</p> <ul style="list-style-type: none"> – handvatten bieden voor invulling voorschriften uit WpHG.
Regelgeving	<p>Glossar:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Concrete aanbevelingen. Om documenten begrijpelijker en eenvoudiger te maken. – Juridisch niet-bindend. <p>Rundschreiben:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Duidelijkheid verschaffen over open normen. – Juridisch niet-bindend, maar wel van belang bij toezicht BaFin op document.
Belegger	N.v.t.

Evaluatieonderzoek	– Onderzoek van de BaFin naar het functioneren van het document (2012).
Harmonisering	N.v.t.

5.3.2.2 *Toelichting per beleidsaspect*

5.3.2.2.1 **Aanleidingen**

Kenmerkend voor de ontwikkeling van het informatiedocument voor financiële instrumenten is de grote vrijheid die de wetgever aan de financiële sector bood om zelf invulling te geven aan bepaalde wensen van de minister. Zo werd het in eerste instantie aan de financiële sector overgelaten om informatiedocumenten voor consumenten te vervaardigen. Uit onderzoek bleek echter, dat dit niet het gewenste gevolg had. Dit was één van de redenen dat er wetgeving voor een informatiedocument werd ontwikkeld dat onderdeel uitmaakte van een wetgevingspakket waarin ook andere onderwerpen werden geregeld. Een andere aanleiding voor het wetgevingspakket waren de problemen met betrekking tot het adviseren van consumenten over financiële producten. Deze waren door de financiële crisis boven water gekomen. De complexiteit en grote diversiteit van producten zorgden namelijk voor een intransparante markt voor consumenten. Dit veroorzaakte een daling van het consumentenvertrouwen en vormde een belemmering voor consumentgerichte en eerlijke financiële diensten. Ook bleken consumenten te weinig zicht te hebben op de financiële producten en de risico's die ze met zich brachten.

Na de introductie van het document kwam uit onderzoek naar voren dat het op diverse punten tekortschoot. Daarom riep de minister de financiële sector op om actie te ondernemen en deze problemen op te lossen. De minister vermeldde hierbij tevens, dat haar geduld niet eindeloos zou zijn en dat er gedetailleerde regelgeving zou volgen wanneer de activiteiten van de financiële sector onvoldoende succes zouden hebben. Dit leidde in 2013 en 2014 tot een Glossar respectievelijk een Rundschreiben.

5.3.2.2.2 **Doelen**

Het doel van het WpHGG en de WpDVerOV was om het functioneren van de kapitaalmarkt te verbeteren. Dit moest het consumentenvertrouwen in de financiële sector herstellen en zorgen voor een betere financiële positie van Duitsland. In het bijzonder had het informatiedocument tot doel om consumenten inzicht te geven in een financieel product, hen in staat te stellen om verschillende producten met elkaar te vergelijken en hen te waarschuwen voor risico's. Dit laatste doel is enigszins¹⁵¹ uniek te noemen. Dat dit doel afzonderlijk wordt geformuleerd, kan worden verklaard door het feit dat de wetgever juist dit aspect van belang achtte

151. Informeren kan in zekere zin ook gezien worden als waarschuwen omdat inzicht wordt gegeven in belangrijke kenmerken van een product, waarmee het waarschuwend kan zijn.

omdat consumenten destijds onvoldoende werden beschermd en daardoor gevaar liepen om risico's te nemen waarvan zij zich niet bewust waren.

Naar aanleiding van de problemen die er een jaar later met het document bleken te bestaan, riep de minister de financiële sector op om de problemen op te lossen. Onder meer de financiële sector ondernam daarop actie. Er verscheen een verklarende woordenlijst (*Glossar*), ontworpen door de financiële sector. Deze moest het taalgebruik en de formuleringen in het document begrijpelijker maken. Bovendien publiceerde de financiële toezichthouder een zogeheten *Rundschreiben* dat handvatten moest bieden voor invulling van de voorschriften uit het WpHG.

5.3.2.2.3 Regelgeving

In het WpHG werd een zeer algemeen geformuleerde informatieplicht opgenomen. Maar ook de meer concrete plicht tot het opstellen van een informatiedocument op grond van een artikel in het WpDVerOV is algemeen van aard. Het aantal voorschriften is beperkt. Zo bestaan er vrijwel geen voorschriften over de vormgeving van het document. De voorschriften bevatten veel open normen. De wetgever vond namelijk dat standaardisatie altijd nog mogelijk was als er problemen ontstonden. Vanuit de financiële sector werd wel een poging gedaan tot meer standaardisatie. De *Deutsche Kreditwirtschaft* kwam namelijk in 2011 met een voorbeeld-document. Deze is echter juridisch niet bindend.

In de *Glossar* die in 2013 verscheen, waren concrete aanbevelingen opgenomen om documenten begrijpelijker en eenvoudiger te maken. Deze zijn juridisch niet bindend. Het *Rundschreiben* dat een jaar later verscheen moest duidelijkheid bieden over de open normen. Ook dit document is juridisch niet bindend, maar wel van belang bij het toezicht van de BaFin op het document.

5.3.2.2.4 Belegger

Het document moet opgesteld worden voor natuurlijke personen en rechtspersonen die ten aanzien van financiële producten onvoldoende ervaring, kennis en expertise hebben. De wetgever gaat uit van een rationele belegger die verantwoordelijk is voor het nemen van beslissingen. Het document wordt gezien als een middel voor beleggers om invulling te kunnen geven aan die verantwoordelijkheid. De wetgever heeft overigens wel getracht om de belegger in zekere mate tegemoet te komen door voor te schrijven dat het een kort en gemakkelijk te begrijpen document moet zijn. Wat hieronder wordt verstaan is echter onbekend.

5.3.2.2.5 Evaluatieonderzoek

In 2008 werd een onderzoek gepubliceerd over de wijze waarop advisering aan consumenten in de financiële sector verbeterd kon worden. Hierin was een aanbeveling opgenomen om een informatiedocument voor financiële instrumenten te ontwikkelen. Dit leidde tot een oproep van de minister aan de financiële sector om dergelijke documenten te ontwerpen. Na deze oproep van de minister werd geëva-

lueerd in hoeverre financiële instellingen hieraan gehoor hadden gegeven. De resultaten van dit onderzoek verschenen in 2010. In dat kader werden ook diverse aanbevelingen geformuleerd die hebben geleid tot de introductie van wetgeving voor een informatiedocument.

Na de introductie van het informatiedocument verscheen in 2012 een rapport met de resultaten van door de BaFin uitgevoerd onderzoek naar het functioneren van het document. Dit leidde uiteindelijk tot de *Glossar* en het *Rundschreiben*.

5.3.2.2.6 Harmonisering

Bij de totstandkoming van het WpHG en de WpDVerOV heeft de wetgever geen aansluiting gezocht bij de voorschriften die reeds bestonden voor het informatiedocument voor verzekeringen. De wetgever was namelijk van mening dat regelgeving voor verzekeringen niet automatisch geschikt zou zijn voor andere producten. Dit lijkt deels een valide argument, ware het niet dat er ook veel te zeggen is om in het kader van harmonisering aan te sluiten bij bestaande voorschriften. Op deze manier kan bijvoorbeeld gemakkelijker lering worden getrokken uit de ervaringen die met dat document zijn opgedaan, iets wat minder goed mogelijk is als de regelgeving en de documenten veel van elkaar verschillen.

5.3.3 Informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesteringen

5.3.3.1 Schema beleidstheorie Duitse informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesteringen

2012: Vermögensanlagegesetz (maakte onderdeel uit van Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts).

Aanleidingen	Diverse problemen ten aanzien van risicovolle kapitaalinvesteringen. Beleggers op deze markt liepen risico op financiële schade door a) onbetrouwbare aanbieders, b) de producten en c) slecht advies. Gebrekkige regelgeving werd gezien als de oorzaak.
Doelen	<p>Wetgevingspakket:</p> <ul style="list-style-type: none"> – meer beleggersbescherming, waardoor vertrouwen beleggers hersteld moest worden en financiële positie van Duitsland moest verbeteren. <p>Document:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Informeren. – Vergelijken.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Niet veel, niet weinig voorschriften. – Enigszins gestandaardiseerd (bepalingen over lay-out ontbreken). Volgens wetgever alleen standaardisatie nodig als er in de praktijk problemen ontstonden met het document.

	<ul style="list-style-type: none"> – Veel open normen. – <i>Hard law</i>.
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – ‘Gemiddelde’ belegger. Onduidelijk wat hieronder wordt verstaan. – Onder de wettelijke definitie vallen zowel natuurlijke als rechtspersonen. – Verantwoordelijkheid belegger wordt benadrukt. – Wel causaal verband aangenomen tussen document en nemen betere beslissingen, verondersteld rationaliteit en mate van inspanning.
Evaluatieonderzoek	Nee, in ieder geval niet bekend.
Harmonisering	<p>Ja en nee.</p> <ul style="list-style-type: none"> – Ja, omdat er aansluiting werd gezocht bij §5 WpDVerOV. – Nee, aangezien de voorschriften van elkaar verschillen omdat de wetgever ze goed wilde afstemmen op de specifieke kenmerken van Vermögenanlagen.

5.3.3.2 *Toelichting per beleidsaspect*

5.3.3.2.1 **Aanleidingen**

In 2012 werd met de introductie van het *Vermögensanlagengesetz* een precontractueel informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesteringen geïntroduceerd. Dit was het gevolg van diverse problemen met deze producten. Beleggers op de markt voor risicovolle kapitaalinvesteringen liepen namelijk risico op financiële schade door onbetrouwbare aanbieders, de producten en slecht advies. Gebrekkige regelgeving werd gezien als de oorzaak van deze problemen.

5.3.3.2.2 **Doelen**

De introductie van het document maakte onderdeel uit van een wetgevingspakket waarmee ook andere onderwerpen werden gereguleerd. Het wetgevingspakket had meer beleggersbescherming tot doel, hetgeen het beleggersvertrouwen moest herstellen en daarmee ten goede moest komen aan de financiële positie van Duitsland. Het informatiedocument had twee doelen, namelijk het informeren van beleggers en hen in staat stellen om producten te vergelijken.

5.3.3.2.3 **Regelgeving**

Er is sprake van enige mate van standaardisering, hetgeen door latere wijzigingen nog iets is toegenomen. Echter, bepalingen over lay-out ontbreken. Volgens de wetgever was standaardisatie alleen nodig als er in de praktijk problemen ontstonden. Het bevat veel open normen. De regels zijn juridisch bindend.

5.3.3.2.4 **Belegger**

De wetgever ging bij het ontwerpen van de voorschriften uit van een ‘gemiddelde belegger’. Nergens licht de wetgever toe wat hij hieronder verstaat. Uit de wette-

lijke definitie blijkt dat onder 'belegger' zowel natuurlijke personen als rechtspersonen vallen. Betoogd kan eveneens worden dat de wetgever uitgaat van een rationele consument die zich wil verdiepen in informatie. Immers, de wetgever neemt een causaal verband aan tussen het nieuwe document en het nemen van betere beslissingen door de belegger. De wetgever benadrukt ook de eigen verantwoordelijkheid van de belegger.

5.3.3.2.5 Evaluatieonderzoek

Er is geen evaluatieonderzoek verricht voorafgaand of na de introductie van het document.¹⁵²

5.3.3.2.6 Harmonisering

In zekere zin is er sprake van harmonisering omdat er bij het ontwerpen van de voorschriften aansluiting werd gezocht bij §5 WpDVerOV. Anderzijds blijken de voorschriften sterk van elkaar te verschillen omdat de wetgever ze goed wilde afstemmen op de specifieke kenmerken van Vermogensanlagen.

5.3.4 Informatiedocument voor private pensioenproducten

5.3.4.1 Schema beleidstheorie Duitse informatiedocument voor particuliere pensioenen

2013: Altersvorsorge-Verbesserungsgesetz

Aanleidingen	<ul style="list-style-type: none"> – Demografische veranderingen: dalend geboortecijfer en toenemende levensverwachting waardoor staatspensioen onder druk kwam te staan. – Aanvullende particuliere pensioenen wonnen daardoor aan belang maar hiermee bestonden problemen: 1) ze waren vaak te ingewikkeld, 2) ze verschilden sterk van elkaar en 3) de kosten werden verschillend weergegeven waardoor deze lastig te vergelijken waren.
Doelen	<p>Wetgevingspakket:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Beleggersbescherming verbeteren. <p>Document:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Informeren en vergelijken. Als gevolg hiervan: concurrentie tussen aanbieders bevorderen en daarmee lagere kosten. – Informatiereductie.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Slechts één artikel. – Wetgever streefde naar eigen zeggen naar standaardisatie, maar dit is niet terug te zien in voorschriften (er ontbreken regels voor onder

152. Dergelijk onderzoek heb ik in ieder geval niet kunnen vinden.

	andere vormgeving, kleurgebruik, taalgebruik, opbouw, omvang en verhouding tot promotiemateriaal).
	– Geen open normen.
	– <i>Hard law</i> .
Belegger	– Consument.
	– Rationele belegger die verantwoordelijkheid neemt.
Evaluatieonderzoek	– Onderzoek naar informatieplichten voor pensioenproducten voorafgaand aan de introductie van het document. Wetgever verwijst bij de introductie van de nieuwe regelgeving echter niet expliciet naar het evaluatierapport.
	– Na introductie document onderzocht hoe het document het beste vormgegeven kan worden. Dit leidde tot een voorbeelddocument en een handleiding voor het opstellen van het document. Dit heeft geen juridische status en lijkt niet veel gebruikt te worden.
Harmonisering	Wetgever heeft niet geprobeerd om aansluiting te zoeken bij reeds bestaande voorschriften. Wel werd getracht om duidelijkheid te bieden over hoe het document zich verhoudt tot de documenten voor verzekeringen en financiële instrumenten.

5.3.4.2 *Toelichting per beleidsaspect*

5.3.4.2.1 **Aanleidingen**

In Duitsland was er voorafgaand aan de introductie van het document al jaren sprake van demografische veranderingen, namelijk een dalend geboortecijfer en een toenemende levensverwachting. Hierdoor kwam het staatspensioen onder druk te staan en wonnen aanvullende particuliere pensioenen aan belang. Echter, er bestonden problemen die aan de populariteit van deze producten in de weg stonden, namelijk 1) ze waren vaak te ingewikkeld, 2) ze verschilden sterk van elkaar en 3) de kosten werden verschillend weergegeven waardoor het vergelijken lastig was.

5.3.4.2.2 **Doelen**

Het wetgevingspakket, waarvan ook een informatiedocument onderdeel uitmaakte, had tot doel om de beleggersbescherming te verbeteren. Meer in het bijzonder had het document tot doel om beleggers te informeren en te helpen met het vergelijken van producten. Dit zou vervolgens tot gevolg moeten hebben dat de concurrentie tussen aanbieders wordt bevorderd en dientengevolge leiden tot lagere kosten. Bovendien zou hierdoor meer duidelijkheid komen over welke regels gelden voor het informatiedocument voor deze producten. Voordien bestond er soms een plicht om zowel op basis van het *Versicherungsvertragsgesetz* als het *Wertpapierhandelsgesetz* een document op te stellen. Duidelijkheid over de regels die van toepassing zijn op private pensioenproducten zou naar verwachting

leiden tot lagere administratieve lasten voor aanbieders en eveneens tot meer overzicht, transparantie en minder complexiteit voor beleggers.

5.3.4.2.3 Regelgeving

Het aantal voorschriften voor het document zijn beperkt en neergelegd in slechts één artikel. De wetgever benadrukte bij de totstandkoming van de voorschriften het belang van standaardisatie. Dit heeft echter niet zijn weerslag gevonden in de regelgeving. Zo ontbreken er regels voor vormgeving, kleurgebruik, taalgebruik, opbouw, omvang en verhouding tot promotiemateriaal. Wellicht is dit veroorzaakt door een lobby van de financiële sector. Zo blijkt bijvoorbeeld uit een evaluatierapport dat een deel van de aanbieders van private pensioenproducten niet zat te wachten op standaardisatie.¹⁵³ Ten aanzien van de onderwerpen (met name de inhoud) die wel geregeld worden, zijn de voorschriften concreet. Ze bevatten geen open normen, hoewel bepaalde voorschriften wel ingevuld moeten worden door de opsteller. De voorschriften zijn juridisch bindend.

5.3.4.2.4 Belegger

De wetgever gaat uit van een rationele consument die verantwoordelijk is voor het maken van zijn of haar keuzes.

5.3.4.2.5 Evaluatieonderzoek

Voorafgaand aan de introductie van de wet en het informatiedocument is onderzoek gedaan naar informatieplichten voor pensioenproducten. Hoewel de problemen die hierin naar voren komen later ook door de wetgever worden genoemd, verwijst de wetgever niet expliciet naar dit evaluatierapport. Na de introductie van het document is ook onderzoek gedaan naar de wijze waarop het document het beste vormgegeven kan worden. Dit leidde tot een voorbeelddocument en een handleiding voor het opstellen ervan. Dit heeft overigens geen juridische status en lijkt niet veel gebruikt te worden. Het maakt immers onderdeel uit van een omvattender rapport. Het is bijvoorbeeld geen document als het *Rundschreiben* dat in die zin duidelijk herkenbaar is.

5.3.4.2.6 Harmonisering

De wetgever heeft geen poging gedaan om bij het ontwerpen van de regelgeving aan te sluiten bij reeds bestaande voorschriften voor informatiedocumenten. Wel wilde de wetgever met de nieuwe voorschriften duidelijkheid verschaffen over hoe het document zich verhoudt tot de documenten voor verzekeringen en financiële instrumenten.

153. Leinert 2012, p. 65 en Westerheide e.a. 2010, p. 75.

5.4 CONCLUSIE

Kenmerkend voor Duitsland is dat er relatief veel informatiedocumenten bestaan voor verschillende soorten financiële producten. Deze documenten zijn afzonderlijk van elkaar geïntroduceerd en hebben zich ook afzonderlijk van elkaar ontwikkeld. Om die redenen wordt de ontwikkeling van deze documenten hierna eveneens afzonderlijk van elkaar kort beschreven. Aan het eind van de conclusie is een samenvattend schema opgenomen.

Document voor verzekeringen

In 2007 werd een nieuw wetboek voor verzekeringen geïntroduceerd waarin ook een algemene precontractuele informatieplicht was opgenomen. **Aanleidingen** voor deze wet waren de wens om het bestaande wetboek te actualiseren en onvrede over de informatieverstrekking aan verzekeringsnemers.

De introductie van het informatiedocument moest consumenten inzicht geven in verzekeringen. In de tweede plaats zou het document voor hen een goed vertrekpunt kunnen zijn om zich verder in het product te verdiepen. Uit de beleidsdocumenten blijkt wel dat dergelijke **doelen** die gericht zijn op de consument uiteindelijk ten dienste staan van economische doelen.

Er waren slechts weinig voorschriften van toepassing op het informatiedocument (slechts één artikel). De **regelgeving** leidt daardoor vrijwel niet tot standaardisatie. Zo wordt het maximumaantal pagina's niet voorgeschreven, terwijl de wetgever tijdens de totstandkoming van de regelgeving juist benadrukte dat het van belang is dat het een kort document is. Het artikel schrijft met name voor welke informatie in het document moet worden opgenomen (de onderwerpen). Het artikel bevat veel open normen en is juridisch bindend.

De wetgever gaat uit van een rationele consument die zelf verantwoordelijk is voor diens beslissing en de wijze van oriënteren op verzekeringen. Het lijkt erop dat de wetgever enigszins wilde aansluiten bij de behoeften van de **belegger**, hetgeen echter niet concreet vertaald wordt in de regelgeving.

Voordat de nieuwe verzekeringswet het levenslicht zag, heeft een commissie **evaluatieonderzoek** gedaan naar de wijze waarop de informatieplichten van verzekeraars destijds functioneerden (ex ante onderzoek). De problemen die daardoor aan de oppervlakte kwamen, hebben onder meer geleid tot het nieuwe informatiedocument. Het functioneren van dit document werd een jaar na inwerkingtreding onderzocht (ex post onderzoek). Hieruit werd geconcludeerd dat het document een stap in de goede richting was, maar dat er tevens punten van zorg waren. Dit heeft vooralsnog niet geleid tot wetswijzigingen.

Het nieuwe document leidde enerzijds tot **harmonisering** tussen producten omdat het opgesteld moest worden voor de productcategorie verzekeringen (hoewel er voor een aantal specifieke verzekeringen nog aanvullende bepalingen bestaan). Anderzijds zijn de voorschriften niet sectoroverstijgend waardoor ze niet

tot harmonisering tussen producten leiden. Aangezet door de PRIIPs-Verordening worden er nu wetgevingsactiviteiten ondernomen om te bereiken dat voor alle verzekeringen een document opgesteld moet worden dat lijkt op het Key Information Document voor PRIIPs. Het is echter op dit moment onbekend of en hoe de regels voor het document voor verzekeringen zullen wijzigen.

Document voor financiële instrumenten

De directe **aanleiding** voor een informatiedocument voor financiële instrumenten (2011) was de oproep van de minister aan de financiële sector om een informatiedocument te ontwerpen. Deze oproep had echter niet het beoogde effect. Daarom is er regelgeving ontworpen waarmee het document wettelijk verplicht werd. Dergelijke wetgeving werd wenselijk geacht omdat er door de financiële crisis allerlei problemen op de kapitaalmarkt boven water kwamen die het vertrouwen van consumenten had geschaad. Zo bestonden er problemen in de advisering van consumenten, maakte de complexiteit en grote diversiteit in producten de markt intransparant en hadden consumenten te weinig zicht op financiële producten en de daarbij behorende risico's. Na de introductie van het document bleek echter dat het op diverse punten tekortschoot. De minister riep de financiële sector wederom op tot actie, hetgeen leidde tot een *Glossar* (woordenlijst) en een *Rundschreiben* (handvatten om uitvoering te geven aan de wettelijke voorschriften).

Het nieuwe informatiedocument had tot **doel** om consumenten inzicht te geven in een financieel product, hen in staat te stellen om producten met elkaar te vergelijken en hen te waarschuwen voor risico's. Achter deze doelen ligt overigens ook een economisch doel. Dit blijkt uit de toelichting bij de wet. Zo diende het informatiedocument er, naast andere maatregelen die in de wet werden getroffen, toe bij te dragen dat de kapitaalmarkt beter zou functioneren, het consumentenvertrouwen in de financiële sector werd hersteld en dat de financiële positie van Duitsland werd verbeterd.

De **regelgeving** die van toepassing is op het informatiedocument is erg algemeen van aard. Daarnaast is het aantal voorschriften beperkt. Voorschriften over de vormgeving van het document zijn schaars. De bepalingen bevatten veel open normen waardoor er vrijwel geen sprake is van standaardisatie. De financiële sector heeft daartoe overigens wel een poging gedaan door een voorbeelddocument te ontwikkelen (dit werd gedaan door de *Deutsche Kreditwirtschaft*). Dit document is echter niet-juridisch bindend. De *Glossar* die in 2013 verscheen bevatte concrete aanbevelingen om documenten begrijpelijker en eenvoudiger te maken maar was ook niet-juridisch bindend. Het *Rundschreiben* dat een jaar later het levenslicht zag, moest duidelijkheid verschaffen over de open normen. Hoewel het document van belang is bij het toezicht van de BaFIN op het document, is het eveneens niet-juridisch bindend.

Het document moet worden opgesteld voor consumenten en rechtspersonen met onvoldoende ervaring, kennis en expertise met financiële producten. De wet-

gever gaat uit van een rationele **belegger** die verantwoordelijk is voor het nemen van een beslissing. Het document moet fungeren als een middel voor beleggers om invulling te kunnen geven aan die verantwoordelijkheid. De wetgever had bij de totstandkoming in zekere zin de behoeften van beleggers op het oog. Zo achtte de wetgever het van belang dat het document kort en gemakkelijk te begrijpen zou zijn. Pas enige tijd later werd daar in een *Glossar* en een *Rundschreiben* handen en voeten aan gegeven.

Evaluatieonderzoek speelde op diverse manieren een rol bij de introductie en latere ontwikkelingen van dit document. Zo leidde een evaluatieonderzoek naar de wijze waarop advisering aan consumenten in de financiële sector verbeterd kon worden in de eerste plaats tot de oproep van de minister aan de financiële sector om op eigen initiatief informatiedocumenten te ontwikkelen. Deze oproep werd gevolgd door een evaluatie die tot doel had om te bezien in hoeverre financiële instellingen gehoor hadden gegeven aan de oproep. Dit bleek teleurstellend en leidde, zoals reeds bleek, uiteindelijk tot de introductie van een wettelijk verplicht informatiedocument. Na de introductie van het document werd onderzoek gedaan naar het functioneren ervan in de praktijk. De geconstateerde problemen leidden wederom tot een oproep van de minister die wel gehoor vond en uitmondde in een *Glossar* en een *Rundschreiben*. Wetgevende maatregelen konden daardoor uitblijven.

Er was sprake van **harmonisering** voor de producten die kwalificeren als 'financiële instrumenten' in de zin van de wet. Anderzijds leidde het informatiedocument niet tot harmonisering aangezien er bij de totstandkoming van de voorschriften geen aansluiting werd gezocht bij de voorschriften die reeds golden voor het informatiedocument voor verzekeringen.

Document voor risicovolle kapitaalinvesteringen

In 2012 werd een precontractueel informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesteringen geïntroduceerd. De destijds bestaande problemen met deze producten vormden de **aanleiding** voor dit document. Beleggers liepen namelijk risico op financiële schade door onbetrouwbare aanbieders, de producten en slecht advies. Gebrekkige regelgeving werd gezien als de oorzaak van deze problemen.

Het informatiedocument heeft het informeren van beleggers tot **doel** evenals het vergelijkbaar maken van financiële producten. Beleggersbescherming lijkt aldus voorop te staan.

Het aantal regels dat van toepassing is op het document is beperkt. De **regelgeving** is juridisch bindend. Het document is op bepaalde punten gestandaardiseerd, hoewel bepalingen over de vormgeving ontbreken. Door de inwerkingtreding van het *Kleinanlegerschutzgesetzes* werden de voorschriften iets meer gestandaardiseerd. Zo werd het aantal onderwerpen waarover informatie moet worden verschaft uitgebreid. De voorschriften zijn op de inhoud van het document gericht. De regelgeving bevat veel open normen.

De wetgever had bij het ontwerpen van de voorschriften een ‘gemiddelde belegger’ op het oog. Het is echter onduidelijk wat hier precies onder wordt verstaan. Uit de wettekst blijkt in ieder geval dat onder ‘belegger’ zowel consumenten als rechtspersonen kunnen vallen. Van de belegger wordt in ieder geval rationaliteit verondersteld omdat de wetgever aanneemt dat het document zal leiden tot betere beleggingsbeslissingen. Daarnaast gaat de wetgever ervan uit dat de belegger verantwoordelijk is voor het nemen van een beslissing. De wetgever lijkt het meer recentelijk wel wenselijk te achten om de belegger te waarschuwen. Zo wordt inmiddels voorgeschreven dat het document een waarschuwing moet bevatten die ertoe strekt dat de investering ertoe kan leiden dat de belegger al het ingelegde vermogen verliest

Er werd geen ex ante of ex post **evaluatieonderzoek** verricht naar het document, althans dit is niet kenbaar gedaan. Wel is er in zekere zin sprake van **harmonisering** omdat er bij het ontwerpen van de voorschriften getracht is om aansluiting te zoeken bij de voorschriften die gelden voor het document voor financiële instrumenten. Toch heeft dit er niet toe geleid dat de voorschriften daarmee in overeenstemming zijn. De wetgever heeft er namelijk voor gekozen om de voorschriften zo goed mogelijk af te stemmen op de specifieke kenmerken van risicovolle kapitaalproducten. De introductie van de PRIIPs-Verordening had tot gevolg dat voor risicovolle kapitaalinvesteringen die onder de PRIIPs-definitie vallen in het vervolg een Key Information Document opgesteld moet worden.

Informatiedocument voor private pensioenproducten

Sinds 2013 bestaat er naast de beschreven documenten eveneens een precontractueel informatiedocument voor private pensioenproducten. De **aanleiding** hiervoor was het al jaren dalende geboortecijfer en een toenemende levensverwachting waardoor het staatspensioen steeds meer onder druk kwam te staan. Aanvullende particuliere pensioenen wonnen hierdoor aan belang. Er bestonden echter problemen met deze private pensioenproducten, namelijk 1) ze waren vaak te ingewikkeld, 2) ze verschilden sterk van elkaar en 3) de kosten werden op een verschillende manier gepresenteerd waardoor het vergelijken ervan lastig was. Nieuwe regelgeving, waaronder een nieuw informatiedocument, moest de populariteit van de private pensioenproducten bevorderen.

Met het nieuwe informatiedocument werd in de eerste plaats beleggersbescherming nagestreefd. Het document had namelijk tot **doel** om beleggers te informeren en het vergelijken van private pensioenproducten te vereenvoudigen. Dit zou de concurrentie tussen aanbieders moeten bevorderen en uiteindelijk leiden tot een daling van de kosten. Daarnaast werd met de nieuwe wet getracht om duidelijkheid te verschaffen over de regels die in een concreet geval op de aanbieder van toepassing zijn. Voordien was het voor aanbieders namelijk soms onduidelijk of zij het document op grond van de regels voor verzekeringen danwel voor financiële instrumenten moesten opstellen. Het verschaffen van duidelijkheid hierover zou

een lastenverlichting betekenen voor aanbieders. Voor beleggers zou het leiden tot meer overzicht, transparantie en minder complexiteit.

Op het informatiedocument is slechts één artikel van toepassing. Hoewel de wetgever bij de totstandkoming van de **regelgeving** het belang van standaardisatie benadrukte, is dit niet terug te zien in de wet. Zo ontbreken er onder andere veel voorschriften over de vormgeving van het document. Over de onderwerpen die wel geregeld worden, zoals de inhoud van het document, zijn de voorschriften overigens wel concreet. Deze bevatten geen open normen, hoewel sommige voorschriften ingevuld moeten worden door de opsteller. De voorschriften zijn juridisch bindend.

De wetgever ging bij het ontwerpen van de voorschriften uit van een rationele **belegger** die verantwoordelijk is voor zijn beslissing. Consumenten werden gezien als de doelgroep van het document.

Voordat de nieuwe wet het levenslicht zag, werd er **evaluatieonderzoek** uitgevoerd naar informatieplichten voor pensioenproducten. De problemen die naar aanleiding daarvan boven tafel kwamen, worden door de wetgever genoemd in de toelichting op de wet. Het is echter opvallend dat er niet expliciet naar het desbetreffende rapport wordt verwezen. Na de introductie van het informatiedocument werd onderzoek gedaan naar de manier waarop het document het beste vormgegeven kan worden. Hieruit vloeiden een voorbeelddocument en een handleiding voort die moesten helpen bij het opstellen van het informatiedocument. Zowel het voorbeelddocument als de handleiding zijn niet-juridisch bindend en lijken in de praktijk geen grote rol te spelen.

Met het document werd geen **harmonisering** nagestreefd of bereikt. De wetgever heeft bijvoorbeeld niet getracht om aan te sluiten bij de reeds bestaande voorschriften voor informatiedocumenten. Wel beoogde de wetgever met de nieuwe voorschriften duidelijkheid te verschaffen over hoe het document zich verhoudt tot het document voor verzekeringen en financiële instrumenten.

Overzicht ontwikkeling beleidstheorieën in Duitsland

Verzekeringen

Aanleidingen	– Herziening oude wetboek.
	– Onvrede over informatieverstrekking destijds.
Doelen	– Begrijpen.
	– Vertrekpunt om verder in product te verdiepen.
	– Achterliggende doel is economisch.
Regelgeving	– Weinig voorschriften (één artikel).
	– Vrijwel geen standaardisatie.
	– Nadruk op inhoud (onderwerpen).

Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – Juridisch bindend. – Veel open normen. – Consument. – Rationele belegger. – Veel verantwoordelijkheid.
Evaluatieonderzoek	<ul style="list-style-type: none"> – Lippendienst aan rekening houden met belegger. – Ex ante: functioneren informatieplichten. – Na introductie document: functioneren. Maar, geconstateerde problemen leidden niet tot wetgevingsactie.
Harmonisering	<ul style="list-style-type: none"> – Ja, voor alle verzekeringen. – Nee, niet sectoroverstijgend.
<hr/>	
Financiële instrumenten	
<hr/>	
Aanleidingen	<ul style="list-style-type: none"> – Oproep van de minister had niet het gewenste gevolg. – Problemen.
Doelen	<ul style="list-style-type: none"> – Aanleiding voor Glossar en Rundschreiben: problemen met document. – Beleggersbescherming: begrijpen, vergelijken en waarschuwen voor risico's. – Economische doelen: onder andere betere financiële positie van Duitsland.
Regelgeving	<ul style="list-style-type: none"> – Weinig voorschriften. – Vrijwel geen standaardisatie. – Weinig voorschriften over vormgeving. – Juridisch bindend. – Veel open normen. – Niet-juridisch bindende Glossar en Rundschreiben met invulling open normen.
Belegger	<ul style="list-style-type: none"> – Consumenten en rechtspersonen met onvoldoende financiële kennis, ervaring en expertise. – Rationele belegger. – Veel verantwoordelijkheid. – Wel oog voor behoeften beleggers maar aanvankelijk niet vertaald in regelgeving (wel in zekere mate in Glossar en Rundschreiben).
Evaluatieonderzoek	<ul style="list-style-type: none"> – Onderzoek naar advisering consumenten (bracht problemen boven water). – Evaluatie of oproep van minister gewenste effect had. – Ex post onderzoek naar functioneren van document.
Harmonisering	<ul style="list-style-type: none"> – Ja voor wat betreft financiële instrumenten. – Nee, geen sectoroverstijgende voorschriften. – Geen aansluiting gezocht bij regelgeving document verzekeringen.
<hr/>	

Risicovolle kapitaalinvesteringen

Aanleidingen	– Problemen waardoor beleggers risico liepen op financiële schade.
Doelen	– Beleggersbescherming: begrijpelijk en vergelijkbaar maken producten.
Regelgeving	– Niet veel, niet weinig voorschriften.
	– Enigszins gestandaardiseerd.
	– Gericht op inhoud.
	– Juridisch bindend.
	– Veel open normen.
Belegger	– Consumenten en rechtspersonen.
	– Rationaliteit wordt verondersteld.
	– Verantwoordelijkheid.
	– 'Gemiddelde belegger' maar onduidelijk wie dat is.
Evaluatieonderzoek	– Nee (in ieder geval niet kenbaar gedaan).
Harmonisering	– Wel geprobeerd, niet bereikt.

Private pensioenproducten

Aanleidingen	– Toenemend belang private pensioenproducten door demografische veranderingen. Populariteit daarvan moest bevorderd worden vanwege problemen.
Doelen	– Begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid.
	– Duidelijkheid over toepasselijke voorschriften, m.n. in belang aanbieders.
Regelgeving	– Slechts één artikel (wel relatief lang artikel).
	– Vrijwel geen standaardisatie.
	– Nadruk op inhoud.
	– Juridisch bindend.
	– Vrijwel allemaal gesloten normen.
Belegger	– Consument.
	– Rationeel.
	– Verantwoordelijk.
Evaluatieonderzoek	– Voorafgaand aan wet (wetgever verwijst er niet expliciet naar).
	– Na introductie document onderzoek naar vormgeving.
Harmonisering	– Nee.
	– Wel getracht om dit document duidelijk af te bakenen van de documenten voor verzekeringen en financiële instrumenten.

6.1 INLEIDING

In de voorgaande hoofdstukken werden de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan korte precontractuele informatiedocumenten voor complexe financiële producten in Europa, Engeland, Nederland en Duitsland beschreven. In dit hoofdstuk wordt per beleidsaspect uiteengezet welke trends er zijn waar te nemen. In dat kader worden ook de ontwikkelingen per land en op Europees niveau met elkaar vergeleken. Desalniettemin zullen niet in ieder onderdeel alle rechtsstelsels worden genoemd, aangezien het in deze paragraaf om de grote lijnen gaat. De rechtsstelsels die worden vermeld, moeten vooral worden gezien als een illustratie daarvan. Achtereenvolgens zal worden ingegaan op de aanleidingen (paragraaf 6.2), de doelen (paragraaf 6.3), de aard van de regelgeving (paragraaf 6.4), het beeld van de belegger (paragraaf 6.5), de rol die evaluatieonderzoek heeft gespeeld (paragraaf 6.6) en of er harmonisatie werd beoogd en bereikt (paragraaf 6.7). Het analyserende karakter van deze paragraaf brengt eveneens met zich dat er diverse kritische kanttekeningen zullen worden geplaatst bij de beleidstheorieën. Omdat de beleidstheorieën op diverse punten tekortschieten, zullen er tevens aanbevelingen worden geformuleerd die de beleidstheorie die ten grondslag ligt aan dergelijke documenten in de toekomst ten goede moeten komen. Tot slot volgt de conclusie (paragraaf 6.8).

6.2 AANLEIDINGEN

6.2.1 *Vaak economische aanleidingen*

Naast aanleidingen op het gebied van beleggersbescherming, zijn de aanleidingen voor (wijzigingen van de regels voor) een informatiedocument vaak economisch van aard. Veelal lijkt het bevorderen van beleggersbescherming zelfs ten dienste te staan van Europese en economische belangen. Dit komt bijvoorbeeld naar voren bij de introductie van het KIID. Aanleiding hiervoor was onder andere dat het bestaande document (het Vereenvoudigd Prospectus) te moeilijk was. Echter, het KIID maakt ook onderdeel uit van een Richtlijn die tot doel had om het potentieel

van de icbe-sector beter te benutten zodat meer geprofiteerd kon worden van schaalvoordelen. Iets soortgelijks geldt voor de aanleidingen van de PRIIPs-Verordening, waarbij naast het belang van beleggers ook ongelijke concurrentievoorwaarden en belemmering van de ontwikkeling van de interne markt als nadelige gevolgen van onder andere de problemen met productinformatie worden genoemd. In Duitsland werd de introductie van het document voor pensioenproducten veroorzaakt door demografische veranderingen waardoor het staatspensioen onder druk kwam te staan. Een informatiedocument diende deze producten begrijpelijker te maken en daarmee bij te dragen aan het oplossen van de bestaande problemen met de financiering van de staatspensioenen, hetgeen eveneens een economische aanleiding genoemd kan worden.

6.2.2 *Padafhankelijkheid*

De ontwikkeling van informatiedocumenten kan gezien de beschrijving van de aanleidingen het beste worden begrepen als padafhankelijk. De Europese wetgever en nationale wetgevers hebben gekozen voor informatiedocumenten. Vervolgens bepalen de gemaakte keuzes de latere ontwikkeling van deze documenten. Er komen telkens problemen met deze documenten boven water, zoals verstoorde mededingingsverhoudingen, snelle productontwikkeling of onvoldoende beleggersbescherming. Het constateren van deze problemen leidt niet tot afschaffing van de documenten maar tot aanpassing van de voorschriften. Vervolgens wordt van het informatiedocument verwacht dat het aan deze problemen het hoofd zal bieden.¹

Na de introductie van een document, blijken de problemen echter vaak niet (voldoende) opgelost. Er komt bijvoorbeeld diverse malen uit evaluatieonderzoek naar voren dat beleggers ondanks het informatiedocument nog steeds onvoldoende inzicht hebben in financiële producten en het risico lopen om producten te kopen die voor hen niet geschikt zijn. Bovendien blijken er ook steeds nieuwe problemen te ontstaan. Een voorbeeld daarvan zijn problemen in de markt, zoals ongelijke concurrentievoorwaarden ten gevolge van *gold-plating*.² Deze problemen vormen vervolgens de aanleiding tot onder meer het houden van workshops, consultaties et cetera en leiden uiteindelijk veelal tot herziening van de bestaande voorschriften of de introductie van een geheel nieuw informatiedocument.

Er zou gesteld kunnen worden dat veel van deze problemen voorzienbaar waren en dat wetgevers diverse keren onvoldoende hebben nagedacht voordat een informatiedocument werd geïntroduceerd. Dat de Europese wetgever bijvoorbeeld een Prospectus introduceerde zonder in de toelichting in te gaan op de begrijpelijk-

-
1. Al dan niet gepaard gaande met andere maatregelen wanneer het document wordt geïntroduceerd in een breder wetgevingspakket.
 2. Het verschijnsel dat lidstaten Europese Richtlijnen omzetten in strengere afwijkende nationale voorschriften.

heid en de doelgroep van het document kan toch zeker onverstandig genoemd worden. Het lijkt immers voor de hand te liggen dat de wetgever goed doordenkt wat hij met de nieuwe regelgeving wil bereiken en hoe dit vertaald moet worden in regelgeving.

6.2.3 *Niets nieuws onder de zon*

Bestudering van de aanleidingen van informatiedocumenten laat, zoals zojuist uiteengezet, een trend zien. Na de introductie van een dergelijk document wordt namelijk na verloop van tijd altijd geconstateerd dat het onvoldoende effectief is. Het document blijkt na evaluatie vaak te lang, onbegrijpelijk, niet aantrekkelijk genoeg voor de belegger of op een verkeerd moment verstrekt te worden. Dit is in alle landen en op Europees niveau het geval. Deze problemen zetten de wetgever er telkens toe aan om nieuwe regelgeving te ontwerpen die wederom wordt gepresenteerd als de sleutel naar begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid. Vaak wordt het document daartoe onder meer korter en begrijpelijker gemaakt. Echter, ook met het nieuwe document blijken problemen te bestaan. Veelal zijn deze vergelijkbaar met de problemen die reeds bestonden. De informatie blijkt bijvoorbeeld wederom te moeilijk voor beleggers. Het gevolg laat zich inmiddels raden: de wetgever introduceert een nieuw document of past de regelgeving voor het bestaande document aan. Wederom wordt de nieuwe regelgeving gepresenteerd als ‘nieuwe receptuur, nu nog beter’, namelijk onder meer als oplossing voor bestaande problemen en de weg naar betere beleggersbescherming.

Hoewel de regelgeving dus vaak wordt aangepast, blijken deze nieuwe aangepaste documenten eigenlijk niets nieuws onder de zon. Dit geldt ook voor het meest recente, in 2018 geïntroduceerde, Europese Key Information Document dat door nieuwe regels onder meer nog begrijpelijker en vergelijkbaarder moet zijn dan het reeds bestaande Key Investor Information Document. Echter, er bestaan op Europees niveau al sinds 1985 informatiedocumenten waar de wetgever naar eigen zeggen hoge verwachtingen van had. Het meest recente document is eigenlijk slechts een volgend document in deze lange ontwikkeling.

De aaneenschakeling van informatiedocumenten doet de vraag rijzen of het telkens introduceren van nieuwe voorschriften de aangewezen oplossing is. Dit wordt immers al vele jaren zowel op Europees als op nationaal niveau gedaan. Er worden echter steeds weer problemen geconstateerd. Veelal wordt het niet goed functioneren van het document gezien als problematisch. Dat zou bijvoorbeeld te lang of te complex zijn. Wellicht zou de oplossing elders gezocht moeten worden. Het is immers mogelijk dat het document niet goed functioneert doordat het complexe materie betreft die niet eenvoudig is uit te leggen of dat kenmerken van de belegger ervoor zorgen dat de informatie bijvoorbeeld niet op de gewenste manier wordt verwerkt of onvoldoende interessant is (zie daarover de volgende twee hoofdstukken). Het is overigens niet verwonderlijk dat de wetgever de oplossing

zoekt in aanpassing van het informatiedocument. Hierop kan de wetgever vermoedelijk het eenvoudigst invloed uitoefenen. Anderzijds is het mogelijk dat hierdoor ten onrechte fundamentele 'problemen'³ aan de zijde van de belegger over het hoofd worden gezien of genegeerd. Alternatieve oplossingen zijn het verwerven van beter inzicht in wat beleggers begrijpelijk vinden, het verbieden van complexe producten⁴ of het aanbieden van financiële educatie.⁵ Hiertoe wordt met name in hoofdstuk 8 een aanzet gegeven.

In ieder geval lijkt het gepast om bij de introductie van een informatiedocument minder ambitieus te zijn. Het is immers onwenselijk dat er valse verwachtingen worden gewekt en er berust wordt in de gedachte dat het document de bestaande problemen wel zal oplossen. Dit zou aan het zoeken naar alternatieven in de weg kunnen staan.⁶ Eveneens wordt er dan op vertrouwd dat consumenten beschermd worden en zullen consumenten daar mogelijk ook op vertrouwen, terwijl dit achteraf gezien veelal onterecht bleek.⁷ Het expliciet erkennen dat informatie slechts een beperkte bijdrage kan leveren aan het oplossen van de problemen en het bieden van onder meer consumentenbescherming, zou daarom een stap in de goede richting kunnen zijn. In hoofdstuk 7 en 8 zal nader worden ingegaan op de vraag in hoeverre informatiedocumenten effectief (kunnen) zijn in het informeren van beleggers en hen in staat stellen om producten met elkaar te vergelijken.

6.3 DOELEN

6.3.1 Begrijpen en vergelijken

Precontractuele informatiedocumenten voor financiële producten hebben over het algemeen twee doelen, namelijk ervoor zorgen 1) dat beleggers inzicht krijgen in de (belangrijkste kenmerken van) een financieel product en 2) dat beleggers gemakkelijker producten met elkaar kunnen vergelijken. Kortgezegd dus: begrijpen en vergelijken. Waar het accent op ligt, verschilt soms per document. Zo lijkt er in Engeland vooral veel belang aan te worden gehecht dat beleggers in staat

-
3. Dit wordt tussen aanhalingstekens geplaatst omdat bijvoorbeeld discussie mogelijk is over de vraag of het een probleem is dat beleggers weinig belangstelling hebben voor financiële producten. Enerzijds kan dit uiteraard leiden tot de aanschaf van ongeschikte producten met alle gevolgen van dien. Anderzijds, kan het een belegger worden aangerekend dat hij is zoals hij is?
 4. Iets wat mogelijk wordt gemaakt met MiFID II, zie hierover bijvoorbeeld Ministerie van Financiën, *Antwoorden Kamervragen cfd's en binaire opties voor particulieren*, 16 september 2016.
 5. Mandell (2001) en Lusardi & Mitchell (2014) pleiten hiervoor. Willes (2011) wijst er daarentegen op dat financiële educatie zorgt voor zelfoverschatting (*overconfidence*) maar niet leidt tot beter financieel gedrag.
 6. Hoewel op Europees niveau met name sinds de financiële crisis wel een groot aantal maatregelen is getroffen, komen deze veeleer voort uit de financiële crisis en niet zozeer uit het erkennen dat de regelgeving op het gebied van informatieverstrekking deze beperkingen heeft.
 7. Zie over het nastreven van vertrouwen door middel van wetgeving De Jager 2017 en De Jager 2015.

worden gesteld om gemakkelijk financiële producten met elkaar te vergelijken.⁸ In andere beleidsstukken wordt slechts één van beide doelen genoemd. Het is bijvoorbeeld opvallend dat het vergelijken van producten niet als doel wordt genoemd bij de introductie van het Duitse informatiedocument voor verzekeringen, hoewel dit impliciet wel afgeleid kan worden uit de toelichting op de wet.⁹ In plaats daarvan noemt de Duitse wetgever naast het begrijpelijk maken van een financieel product diverse andere doelen, zoals dat het document voor beleggers als vertrekpunt kan fungeren om zich in het product te verdiepen.¹⁰ In andere gevallen worden beide doelen aangevuld door een of meerdere andere doelen, zoals het naar aanleiding van het document raadplegen van een derde.¹¹ Andere doelen die de wetgever met het document beoogt zijn onder meer: lagere administratieve lasten voor aanbieders, betere concurrentie, bevorderen van de grensoverschrijdende handel binnen de EU, beschermen van beleggers, meer beleggersvertrouwen in de financiële sector en ertoe bijdragen dat beleggers een derde om advies vragen bij hun keuze. Het is zeer opvallend dat in de beleidsdocumenten niet wordt uitgewerkt hoe een informatiedocument kan bijdragen aan het beter begrijpen en vergelijken van financiële producten door consumenten. Er wordt aldus geen aandacht besteed aan de stappen tussen het beschikbaar stellen van informatie en een consument die financiële producten begrijpt en vergelijkt. Dit hangt hoogstwaarschijnlijk samen met het gebrek aan aandacht voor de doelgroep van het document: de consument (zie paragraaf 6.5).

6.3.2 *Informatiedocument is vaak een instrumenteel doel*

In Engeland lijken de doelen van het informatiedocument sterk gericht op de belegger. Echter, veelal hebben de documenten ook of soms vooral een economisch doel, zoals het versterken van de nationale markt, het verbeteren van concurrentie en het herstel van vertrouwen van beleggers in de financiële markt.¹² Dit komt gedeeltelijk overeen met hetgeen in paragraaf 6.2.1 werd geschreven over de aanleidingen voor het document. Deze zijn immers ook vaak economisch van aard.

Zelfs wanneer de wetgever het bevorderen van de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van financiële producten als doel heeft geformuleerd, blijken dit soms instrumentele doelen die een economisch belang moeten dienen. Dit komt bijvoor-

8. Bijvoorbeeld Personal Investment Authority, *Consultative Paper nr. 2*, 1994.

9. Begründung bei Verordnung über Informationspflichten bei Versicherungsverträgen (VVG-Informationspflichtenverordnung VVG-InfoV) van 18 december 2007, BGBl. 2007, I nr. 66, p. 3004-3007.

10. Idem.

11. Bijvoorbeeld Besluit Financiële Dienstverlening, Stb. 2005, 676, p. 69 (Nota van toelichting). Vgl. FSA Consultation Paper 170, februari 2003, p. 12 en 13 en FSA Consultation Paper 45a, februari 2000, paragraaf 10.

12. Bijvoorbeeld bij het informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesteringen, zie BT-Drs. 17/6051, p. 30. Zie kritisch over dit laatste doel ook De Jager 2017 en De Jager 2015.

beeld tot uitdrukking in de toelichting op het Besluit Financiële Dienstverlening uit 2006.¹³ Hierin worden naast de doelen 'begrijpen' en 'vergelijken' ook diverse indirecte doelen genoemd, zoals door middel van transparantie bijdragen aan het beter functioneren van het prijsmechanisme op de financiële markten. Iets soortgelijks is het geval met het Duitse document voor verzekeringen, waar het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van producten zou moeten leiden tot transparantie en daarmee ten dienste staat aan betere concurrentie tussen verzekeraars.¹⁴

Dat informatiedocumenten vaak ten dienste staan van economische belangen blijkt bovendien uit de gevallen waarin het document onderdeel is van een breder wetgevingspakket. Zo diende de Richtlijn waarmee onder andere het Prospectus werd geïntroduceerd te leiden tot het makkelijker grensoverschrijdend verhandelen van icbe's.¹⁵ Het informatiedocument dient in een dergelijk geval, evenals de andere maatregelen van het wetgevingspakket, ook bij te dragen aan een of meerdere economische doelen.

6.3.3 *Heeft de wetgever de doelen goed voor ogen?*

Wat erg opvalt, is dat de doelen voor hetzelfde informatiedocument soms verschillen al naar gelang het beleidsstuk dat geraadpleegd wordt. Twee voorbeelden om dit te illustreren.

In Engeland waren de doelen die aanvankelijk met het Key Features Document werden beoogd volgens de regelgever: 1) consumenten helpen om geïnformeerde beslissingen te nemen over het al dan niet aanschaffen van een financieel product en 2) ervoor zorgen dat de informatie wordt gepresenteerd op een zodanige wijze en op een geschikt moment, dat consumenten in staat worden gesteld om producten en aanbieders met elkaar te vergelijken.¹⁶ In een ander beleidsdocument worden de doelen echter anders geformuleerd, namelijk: consumenten informeren over de belangrijkste kenmerken van een financieel product, hen helpen om financiële producten met elkaar te vergelijken en hen in staat stellen om een geïnformeerde beslissing te nemen over de geschiktheid van het product voor hun situatie.¹⁷ Het nemen van een geïnformeerde beslissing werd echter in het eerste document niet vermeld.

Ook op Europees niveau bestaat er soms onduidelijkheid over de doelen die de wetgever met het informatiedocument beoogt. Zo worden de doelen die met het Key Investor Information Document worden nagestreefd in beleidsstukken ver-

13. Besluit Financiële Dienstverlening, Stb. 2005, 676, p. 69 (Nota van toelichting).

14. BT-Drs. 16/3945, p. 47 onder II 1. Zie eveneens hetgeen in het kader van het Duitse document voor private pensioenproducten wordt geschreven: BT-Drs. 17/10818, p. 13, 24 en 25.

15. Richtlijn 85/611/EEG.

16. FSA Consultation Paper 170, februari 2003, p. 12 en 13.

17. FSA Consultation Paper 45a, februari 2000, paragraaf 10.9. In dit document uit 2000 wordt teruggeblikt op de doelen die in 1994 met het Key Features Document werden beoogd.

schillend beschreven.¹⁸ Zelfs bij het meest recent geïntroduceerde Europese document, het Key Information Document, is dit het geval. Volgens de PRIIPs-Verordening heeft het KID tot doel: betere beleggersbescherming, meer vertrouwen van beleggers in PRIIPs en de grensoverschrijdende verhandeling ervan.¹⁹ In het Impact Assessment wordt daarentegen onderscheid gemaakt tussen algemene en specifieke doelen enerzijds en operationele doelen anderzijds.²⁰ Hoewel veel van de operationele doelen een uitwerking zijn van de doelen die in het Impact Assessment worden genoemd, bestaan er ook verschillen. Zo wordt in het Impact Assessment geschreven dat het document meer consistente regelgeving tot doel heeft, terwijl dit niet wordt genoemd in de toelichting op de Verordening. Zelfs binnen een document blijkt de beschrijving van de doelen niet altijd consistent.²¹

Het lijkt erop dat al deze verschillen niet door de wetgever zijn beoogd, maar veeleer voortvloeien uit een andere wijze van formuleren (bijvoorbeeld het classificeren van doelen in algemeen, specifiek en operationeel). Het leidt echter wel tot onduidelijkheid over de doelen die de wetgever met het document beoogt. Het hangt er dan namelijk van af welk beleidsdocument wordt geraadpleegd. Deze onduidelijkheid wekt in ieder geval de indruk dat de wetgever de doelen van informatiedocumenten niet altijd duidelijk voor ogen en goed doordacht heeft. Het lijkt erop dat de wetgever vooral de voor de hand liggende doelen formuleert. Het kan toch weinig verrassend genoemd worden dat informatie moet leiden tot beter geïnformeerde personen. Het lijkt er op dat deze vanzelfsprekende doelen door de wetgever worden vermeld in het kader van: wat is een wet of nieuwe maatregel zonder doel?

Het is verhelderend als de formulering van de doelen voor hetzelfde informatiedocument consistent is. Dit zou tevens een impuls kunnen zijn voor de wetgever om duidelijker voor ogen te hebben wat eigenlijk met het document wordt nagestreefd en na te denken over de vraag in hoeverre het document geschikt is om dat te bereiken. Hierna zal blijken dat de wetgever echter te weinig zicht lijkt te hebben op de vraag of en hoe een document bijvoorbeeld kan bijdragen aan het begrijpelijk maken van een financieel product omdat dit niet centraal stond in de uitgevoerde evaluatieonderzoeken (zie daarover uitgebreider paragraaf 6.6). Wellicht

18. Vgl. Commission of the European Communities, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)*, COM(2008) 458 final, Brussel: 16 juli 2008, p. 30, Commission of the European Communities, 15 november 2006 (SEC92006)1451), p. 23, Richtlijn 2009/65/EG, overweging 59 en Verordening 583/2010, overweging 2 en 4.

19. Verordening 1286/2014, overweging 40.

20. European Commission 3 juli 2012 (COM(2012) 187 final), p. 26-27.

21. Commission of the European Communities, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)*, COM(2008) 458 final, Brussel: 16 juli 2008, p. 30.

kan dat ook verklaren waarom de doelen die de wetgever formuleert inconsistent zijn.

6.3.4 *Meer inzicht in de beleidstheorie*

Ondanks de kritische kanttekeningen die zojuist werden geplaatst bij de door de wetgever geformuleerde doelen van informatiedocumenten, kan wel geconstateerd worden dat de toelichting van de wetgever op de doelen en de aanleidingen van het informatiedocument in de loop van de jaren toeneemt. Dit is het beste te zien op Europees niveau. Bij de introductie van het Prospectus werd er niets geschreven waaruit de beleidstheorie voor het document afgeleid kon worden. Er werd slechts in algemene zin ingegaan op de aanleidingen en doelen van de Richtlijn. Echter, bij de introductie van het KID en het KIID is er zelfs een Verordening die geheel betrekking heeft op het informatiedocument met een uitgebreide beschrijving van onder meer de doelen en de aanleidingen van de voorschriften. Engeland is een uitzondering op deze trend aangezien er geen toelichting wordt opgenomen bij de introductie van de nieuwe voorschriften. De beleidstheorie is in dat land daardoor minder duidelijk en moet worden afgeleid uit andere gerelateerde beleidsdocumenten, zoals consultatiestukken.

6.4 AARD REGELGEVING

6.4.1 *Meer standaardisatie, meer voorschriften, minder open normen*

In de meeste landen en op Europees niveau is er een trend te zien naar standaardisatie, waarbij algemene voorschriften worden vervangen door meer concrete voorschriften, open normen worden ingevuld, het aantal voorschriften met betrekking tot het document toeneemt en er steeds meer aandacht komt voor de vormgeving van het document.

De trend naar standaardisering is te zien in Europa, Nederland en Duitsland. In Europa waren de voorschriften voor het Prospectus aanvankelijk zeer algemeen van aard. Er werd slechts voorgeschreven over welke gegevens informatie moest worden verschaft. Ook het aantal voorschriften was beperkt. Met de introductie van de Aanbeveling bij het Vereenvoudigd Prospectus werd een toelichting gegeven op de Richtlijn, waarmee de wetgever een zekere mate van standaardisatie op het oog had.²² De Aanbeveling was echter niet-juridisch bindend en een aantal jaren later bleek dat deze niet in acht werd genomen door de opstellers.²³ Hoewel

22. Aanbeveling van de Commissie van 27 april 2004 betreffende bepaalde gegevens die overeenkomstig schema C van bijlage I bij Richtlijn 85/611/EEG van de Raad in het vereenvoudigd Prospectus moeten worden vermeld (*PbEU* 2004, L 144/47), overweging 2 en 3.

23. Zie bijvoorbeeld Commissie van de Europese Gemeenschappen 15 november 2006, Commission of the European Communities 15 november 2006, p. 6, 20 en 101.

standaardisatie werd beoogd, blijkt de Aanbeveling overigens ook niet bepaald concreet aangezien er bijvoorbeeld nog steeds veel open normen werden gebruikt.²⁴ Ondanks diverse problemen die er bestonden met het Vereenvoudigd Prospectus, concludeerde de wetgever in 2006 dat er grote vraag bestond naar gestandaardiseerde informatie over fondsen.²⁵ Dit leidde tot nieuwe regelgeving in 2009 en 2010 waarmee het KIID het levenslicht zag.²⁶ Met de nieuwe voorschriften werd standaardisatie nagestreefd.²⁷ Dit blijkt ook daadwerkelijk bereikt te zijn, aangezien er onder meer standaardteksten worden voorgeschreven, het document moet worden opgesteld aan de hand van een *template* et cetera. Daarnaast moeten diverse leidraden handvatten bieden voor onder meer de vormgeving, begrijpelijk taalgebruik en het uitvoeren van berekeningen. Er blijft hierdoor weinig vrijheid over voor de opsteller. Deze trend naar standaardisering en concretere voorschriften werd voortgezet met het KID waarvoor eveneens zeer gedetailleerde voorschriften zijn ontworpen en waarop bindende technische standaarden van toepassing zijn, evenals niet-juridisch bindende Guidelines.

In Nederland was er bij de introductie van de Financiële Bijsluiter al een relatief hoge mate van standaardisatie maar werden de voorschriften na verloop van tijd nog verder gestandaardiseerd tot een zeer hoge mate van standaardisatie waarbij standaardteksten werden voorgeschreven en het document moest worden opgesteld conform een voorbeelddocument. In Duitsland wisselt het per product of het document gestandaardiseerd is. Opvallend is dat de documenten voor verzekeringen en pensioenproducten vrijwel niet gestandaardiseerd zijn, maar de wetgever dit naar eigen zeggen wel nastreefde. Andere Duitse documenten zijn vrijwel niet of slechts beperkt gestandaardiseerd. De wetgever koos er enkele malen expliciet voor om de regelgeving met betrekking tot het document niet eenvormig te maken. Zo achtte hij standaardisatie niet wenselijk in verband met de grote verscheidenheid aan verzekeringen²⁸ of omdat standaardisatie altijd nog mogelijk zou zijn als er problemen met het document zouden ontstaan.²⁹ Omdat de documenten in Duitsland relatief laat geïntroduceerd zijn, is de ontwikkeling van regelgeving op dit terrein minder duidelijk dan op Europees niveau of in Nederland. Met het oog op de ontwikkelingen die zich op Europees niveau voordoen³⁰ en de problemen die de Duitse wetgever constateert, is het aannemelijk dat er ook in Duitsland een

24. Aanbeveling van de Commissie van 27 april 2004 betreffende bepaalde gegevens die overeenkomstig schema C van bijlage I bij Richtlijn 85/611/EEG van de Raad in het vereenvoudigd Prospectus moeten worden vermeld (*PbEU* 2004, L 144/47), onderdeel 1.1.

25. Commissie van de Europese Gemeenschappen 15 november 2006.

26. Richtlijn 2009/65/EG en Verordening 583/2010.

27. Commissie van de Europese Gemeenschappen 15 november 2006.

28. Begründung bij Verordnung über Informationspflichten bei Versicherungsverträgen (VVG-Informationspflichtenverordnung (VVG-InfoV van 18 december 2007, *BGBI.* 2007, I nr. 66, p. 3004-3007, p. 13.

29. Bijvoorbeeld in de vorm van gestandaardiseerde teksten, zie BT-Drs. 17/3803 en Staatsecretaris Koschyk: BT-Drs. 17/2715, p. 20.

30. Zoals de introductie van het Key Information Document met zeer gedetailleerde voorschriften.

ontwikkeling zal komen naar meer gestandaardiseerde informatiedocumenten. De meest recente wijzigingen in de voorschriften lijken daar ook op te wijzen.

Een uitzondering op de trend naar standaardisatie en minder open normen is te zien in Engeland. De voorschriften voor het document (het Key Features Document) waren aanvankelijk zeer omvangrijk en gedetailleerd. De regelgever achtte standaardisatie met name wenselijk voor het vergelijken van producten.³¹ Echter, na verloop van tijd wilde de regelgever gestandaardiseerde voorschriften vervangen door algemene voorschriften en open normen.³² Dergelijke principles-based regels zouden financiële instellingen onder meer flexibiliteit geven om consumenten de informatie te verschaffen die zij wenselijk achten.³³ De regels met betrekking tot het Key Features Document in Engeland zijn daarom sindsdien algemeen van aard en dienen door de financiële onderneming ingevuld te worden met het oog op het achterliggende doel. Ook het aantal voorschriften werd drastisch verminderd. Zo acht de regelgever het bijvoorbeeld van belang dat het een kort document is, maar wordt geen maximaal aantal pagina's voorgeschreven. De trend naar principles-based regelgeving heeft zich voorgedaan ten aanzien van vrijwel alle voorschriften die van toepassing waren op de financiële sector. Inmiddels is er een kentering waarneembaar, onder meer ten gevolge van de Europese MiFID II. Dit heeft zich echter nog niet vertaald in de voorschriften voor het KFD.

6.4.2 *Van aandacht voor inhoud naar meer aandacht voor vormgeving*

Bij de introductie van informatiedocumenten wordt aanvankelijk vaak de nadruk gelegd op de inhoud van het document. Veelal worden alleen of met name de onderwerpen opgesomd waarover informatie verschaft moet worden. Dit was bijvoorbeeld het geval in Nederland.³⁴ Een ander voorbeeld hiervan is de Richtlijn waarmee het Prospectus werd geïntroduceerd en die alleen een opsomming van onderwerpen bevatte.³⁵ Na verloop van tijd komen er echter vaak ook voorschriften over de vormgeving, zoals het voorschrijven van visuele weergaven en de verplichting om het logo van de toezichthouder op het document weer te geven. Soms verschenen deze vormgevingsvoorschriften in de vorm van leidraden of *Good and poor practices*. Een uitzondering op de beschreven ontwikkeling naar toenemende aandacht voor de vormgeving is te zien in Engeland. De Engelse regelgever bleek zich namelijk al in een vroeg stadium bezig te houden met de wijze waarop infor-

31. Personal Investment Authority, *Consultative Paper nr. 2*, 1994.

32. FSA Consultation Paper 06/19, oktober 2006, paragraaf 18.33.

33. Idem. Daarnaast worden diverse andere redenen genoemd, zie daarover het uitgebreidere overzicht van Engeland.

34. Het werd de wetgever vermoedelijk steeds duidelijker dat consumenten vaak niet alle informatie die hun wordt verstrekt lezen, laat staan begrijpen. Zie Horsten 2007, p. 192.

35. Richtlijn 85/611/EEG.

matie het beste gepresenteerd zou kunnen worden, zoals in vraag- en antwoord-vorm.³⁶

De ontwikkeling van aandacht voor de inhoud naar toenemende aandacht voor de wijze waarop deze informatie wordt weergegeven, kan mogelijk verklaard worden door de resultaten van de evaluatieonderzoeken. Deze brachten namelijk diverse problemen aan het licht waarvoor de oplossingen dus met name werden gezocht in een andere vormgeving van het document. Soms werd bijvoorbeeld onderzocht of het weergeven van de risico's door middel van een risico-indicator effectiever was dan een tekstuele beschrijving ervan.³⁷ Het weergeven van de informatie vormde zelfs een centraal onderwerp van de onderzoeken die voorafgaand aan de introductie van het KIID en het KID plaatsvonden en waarin onderzocht werd welke wijze van presenteren voor consumenten het meest geschikt is en door hen het meest gewaardeerd wordt.³⁸ Een andere mogelijke verklaring voor de ontwikkeling naar aandacht voor de vormgeving van het document is dat het beeld dat de wetgever van de belegger had in de loop van de jaren veranderde (mogelijk ook onder invloed van de evaluatieonderzoeken, zie hierover uitgebreid paragraaf 6.6). Wanneer wordt uitgegaan van een rationele belegger, dan is het verschaffen van informatie namelijk voldoende. De belegger zal dit lezen en als een soort robot tot een beslissing komen. In de loop van de tijd, vermoedelijk onder invloed van de resultaten van onderzoek naar de effectiviteit van documenten, veranderde het beeld van de belegger naar een minder rationeel persoon. Hierdoor werd het ook belangrijker om aan te sluiten bij de belegger, bijvoorbeeld door ervoor te zorgen dat de informatie aantrekkelijk en begrijpelijk wordt gepresenteerd zodat het daadwerkelijk gelezen wordt en de kans groter is dat beleggers hierdoor beter inzicht krijgen in het financiële product.

6.4.3 *Overwegend bindende voorschriften: vrijheid voor de financiële sector lijkt niet het gewenste effect te hebben*

Het grootste deel van de regelgeving voor precontractuele informatiedocumenten voor financiële producten is juridisch bindend van aard. In zekere zin lijkt er sprake te zijn van een trend richting meer juridisch bindende voorschriften. In Nederland zijn de regels voor de Financiële Bijsluiter altijd bindend geweest. Op Europees niveau waren de voorschriften eerst in een Richtlijn opgenomen en later in een Verordening. Dit betreft een relevant verschil, omdat een Verordening rechtstreeks van toepassing is in de lidstaten en niet alleen minimumeisen bevat zoals een Richtlijn. De niet-bindende Aanbeveling bij het Vereenvoudigd Prospectus werd bovendien met de introductie van het KID vervangen door bindende technische standaarden. Het bleek namelijk dat de Aanbeveling destijds niet in acht werd

36. Bijvoorbeeld FSA Consultation Paper 170, februari 2003, alinea 5.51.

37. Millward Brown/Centrum 2004, p. 33-36.

38. European Commission 2015 en IFF Research & YouGov 2009.

genomen doordat die juridisch niet-bindend was.³⁹ Men kan zich afvragen waarom de CESR-leidraden die met het KIID werden geïntroduceerd, ook niet-bindend waren. Voordien was immers al geconstateerd dat de Aanbeveling niet het gewenste effect had doordat het niet afgedwongen kon worden. De reden om wederom te kiezen voor niet-bindende handvatten is onbekend.

De trend naar bindende voorschriften is tegengesteld in Engeland. In Engeland was en bleef een groot deel van de voorschriften juridisch bindend, hoewel het aantal en de gedetailleerdheid van de voorschriften wel afnam.

In alle landen en op Europees niveau werden in de loop van de jaren, veelal niet-juridisch bindende, handleidingen en andere documenten naast de wetgeving ontwikkeld. Vaak hadden deze tot doel om invulling te geven aan de voorschriften die uit de wetgeving voortvloeiden. Zo verschenen in Engeland rapporten met *'good and poor practices'*. Op Europees niveau zagen een Aanbeveling bij het Vereenvoudigd Prospectus (niet-bindend), CESR-leidraden bij het KIID (niet-bindend), technische standaarden bij het KID (wel-bindend) en *Guidelines* bij het KID (niet-bindend) het levenslicht. Ook in Duitsland verscheen er bijvoorbeeld een *Glossar* (verklarende woordenlijst) en een *Rundschreiben* dat uitleg moest geven aan de regels voor het document voor financiële instrumenten. In Nederland ontwikkelde de AFM een handboek begrijpelijke klantinformatie dat ook relevant is voor opstellers van de Financiële Bijsluiter.⁴⁰

Door de bindende voorschriften en de reeds beschreven ontwikkeling naar concretere normen, heeft de financiële sector in Nederland, Duitsland en op Europees niveau steeds minder vrijheid gekregen bij het opstellen van het informatiedocument. Vrijheid voor de financiële sector blijkt diverse malen niet het beoogde gevolg te hebben. De eerste situatie die dit illustreert is de oproep van de Duitse minister aan de financiële sector om informatiedocumenten te ontwikkelen. Echter, dit bleek niet het gewenste effect te hebben, waarna een wettelijk juridisch bindend informatiedocument werd voorgeschreven. Een tweede illustratie van de noodzaak van bindende voorschriften was de Aanbeveling bij het Vereenvoudigd Prospectus. Door het niet-bindende karakter van deze Aanbeveling bleken opstellers dit niet bij het opstellen van een document te betrekken. Anderzijds, in Engeland had de publicatie van een document met voorbeelden van goede en slechte documenten en de oproep aan opstellers om hun documenten te verbeteren wel het gewenste effect.

Het lijkt er in ieder geval op dat bindende voorschriften voor een informatiedocument het meest voor de hand liggend en het effectiefst zijn. Daar komt nog bij dat het twijfelachtig is of het verstandig is om de financiële sector veel vrijheid te geven bij het opstellen van een document, aangezien de belangen van de financiële sector niet dezelfde zijn als de belangen van consumenten. Zo kan het voor een

39. Zie bijvoorbeeld Commissie van de Europese Gemeenschappen 15 november 2006 en Commission of the European Communities 15 november 2006, p. 6, 20 en 101.

40. AFM 2013.

financiële instelling juist wenselijk zijn dat er geen transparantie bestaat met betrekking tot de producten die zij aanbieden omdat er bijvoorbeeld hoge kosten aan een product verbonden zijn. Een aanbieder zal echter niet willen dat een belegger hierdoor afgeschrikt wordt en vervolgens besluit om geld te investeren in een product van de concurrent. Dat dergelijke belangen een rol spelen, blijkt ook uit diverse reacties van de financiële sector op informatiedocumenten.⁴¹ Door een informatiedocument wettelijk verplicht te maken, wordt de financiële sector in ieder geval gedwongen om actie te ondernemen en kan bovendien invloed worden uitgeoefend op de wijze waarop zij dit moeten doen.

6.4.4 *Doelen steeds anders uitgewerkt in regelgeving*

Zoals reeds werd geschreven zijn de doelen van een informatiedocument vrijwel altijd het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten. Hoewel de doelen min of meer hetzelfde zijn gebleven, blijkt dat de uitwerking ervan in regelgeving ten gevolge van een veranderende beleidstheorie is veranderd. Hiervan is niet alleen sprake tussen de rechtsstelsels maar zelfs binnen een en hetzelfde rechtsstelsel (namelijk in Duitsland). Hoewel de onderwerpen die in de documenten opgenomen moeten worden⁴² vaak overeenkomen, zijn er echter veel verschillen te noemen. Zonder al te veel in detail te treden moet er naast deze min of meer standaardonderwerpen ook geïnformeerd worden over vele andere aspecten, zoals: aansprakelijkheidsaspecten,⁴³ dat het Prospectus moet worden betrokken bij een beleggingsbeslissing,⁴⁴ informatie over voorzieningen in geval van faillissement van de onderneming,⁴⁵ gevolgen van het niet betalen van premie of inleg,⁴⁶ een onderdeel met vragen en antwoorden met informatie die van belang is voor het nemen van een beslissing⁴⁷ en fiscale aspecten.⁴⁸ Een ander verschil is dat, zoals hierna in paragraaf 6.5.1 zal blijken, het document soms verstrekt moet worden aan consumenten en soms ook aan rechtspersonen die onvoldoende kennis en ervaring hebben. Ook de wijze van verstrekken of ter beschikking stellen is verschillend, evenals wie het document moeten opstellen en verstrekken. Dat de regelgeving verschillend is al naar gelang het document dat het betreft, is gezien de overeenkomsten in de beleidsdoelstellingen die met het document worden nagestreefd erg opvallend. Zoals hierna in paragraaf 6.7 betoogd zal worden, lijkt

41. Dit blijkt onder meer uit de reactie van een belangenbehartiger van verzekeringstussenpersonen die van mening was dat verzekeraars en verzekeringstussenpersonen zonder een dergelijk document consumenten ook prima kunnen informeren over een financieel product, zie Verband Deutscher Versicherungsmakler e.V. (VDVM), Redaktion FD-VersR 2007, 239941.

42. Zoals informatie over de risico's, de kosten en de doelen van het product.

43. Bijvoorbeeld voor het KIID en het Duitse document voor risicovolle kapitaalinvesteringen.

44. Het Duitse informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesteringen.

45. Het Duitse informatiedocument voor private pensioenproducten.

46. Het Duitse informatiedocument voor private pensioenproducten.

47. Het Engelse Key Features Document.

48. Bijvoorbeeld de Financiële Bijsluiter op grond van het Besluit Financiële Bijsluiter.

het daarom wenselijk dat er onder andere meer wordt samengewerkt tussen de wetgevers van diverse landen.

6.5 BELEGGER

6.5.1 *Onduidelijkheid over de doelgroep van het document*

De beschreven documenten dienen allemaal opgesteld te worden voor consumenten. Echter, soms is het twijfelachtig of onder beleggers alleen consumenten vallen, of ook professionele beleggers.⁴⁹ In Duitsland dienen twee documenten ook aan rechtspersonen verstrekt worden, zoals aan een rechtspersoon die te weinig ervaring, kennis en expertise heeft.⁵⁰

Hoewel documenten vaak tot doel hebben om beleggers te helpen met het beter begrijpen of vergelijken van financiële producten, is er over het algemeen grote onduidelijkheid over wie de wetgever precies op het oog heeft. Zo werd bij de introductie het Prospectus in 1985 helemaal niets geschreven over de belegger. En ook in andere gevallen is de aandacht die de wetgever aan de doelgroep van het document besteedt, zeer gering. Er wordt bijvoorbeeld een aantal keren geschreven dat de doelgroep de 'gemiddelde belegger'⁵¹ of de 'gemiddelde kleine belegger'⁵² is, terwijl niet of slechts zeer beperkt wordt uitgewerkt wie hieronder wordt verstaan.⁵³

Dat de wetgever zo weinig aandacht besteedt aan wie de belegger is, kan op zijn zachtst gezegd opmerkelijk genoemd worden. Deze beleggers zijn immers de doelgroep van het document! Het bevorderen van de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van financiële producten voor beleggers is volgens de wetgever juist vaak de reden voor het informatiedocument. De beperkte aandacht die aan de belegger wordt besteed, zou een aanwijzing kunnen zijn dat wetgevers vooral het belang van de aanbieders van financiële producten en de economie op het oog had.⁵⁴ Echter, zelfs voor het nastreven van dergelijke doelen, is het van belang dat het docu-

49. Zoals bij het Prospectus, het KIID voor icbe's (dit moet indirect afgeleid worden) en het Duitse informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesterings.

50. Het document in de zin van het WpHG en de WpDVerOV moet ook worden verschaft aan rechtspersonen die te weinig ervaring, kennis en expertise hebben en op grond van de wettelijke definitie ook het document in de zin van het Vermögensanlagengesetz.

51. Duitse document op grond van het Vermögensanlagengesetz, het Vereenvoudigd Prospectus en de belegger volgens de Engelse regelgever in het nieuwe Conduct of Business Sourcebook van 2007.

52. Aanbeveling van de Commissie van 27 april 2004 betreffende bepaalde gegevens die overeenkomstig schema C van bijlage I bij Richtlijn 85/611/EEG van de Raad in het vereenvoudigd Prospectus moeten worden vermeld (*PbEU* 2004, L 144/47), overweging 1.

53. De Engelse regelgever doet dit het meest uitgebreid, namelijk door kort iets te schrijven over hoe de verantwoordelijkheid van de opsteller van het document en de verantwoordelijkheid van de consument zich tot elkaar verhouden.

54. Hoewel dat uiteraard ook is verweven met belangen van beleggers.

ment voor beleggers daadwerkelijk de transparantie bevordert. Het afstemmen van het document op de doelgroep ervan is daarvoor essentieel.

Vooralsnog lijkt er voornamelijk sprake te zijn van lippendienst aan bijvoorbeeld het bevorderen van de begrijpelijkheid van het document, terwijl hier in de wetgeving vaak weinig van te zien is. Zo is het veelal onduidelijk hoe de geïntroduceerde voorschriften moeten bijdragen aan betere begrijpelijkheid van het financiële product voor beleggers. Bovendien blijven vele vragen onbeantwoord, zoals: Wat wordt er precies onder begrijpelijkheid verstaan? Hoe wordt dit vastgesteld? En voor wie moet het document begrijpelijk zijn?⁵⁵

Er wordt door wetgevers bij het ontwerpen van de voorschriften geen rekening gehouden met verschillen die er tussen beleggers bestaan (zie daarover ook hoofdstuk 7 en 8). Alle beleggers worden over één kam geschoren en bij de keuze voor regelgeving lijken dergelijke verschillen geen rol te spelen. Er wordt in ieder geval nergens expliciet naar verwezen. Dat is opmerkelijk, aangezien zeker op Europees niveau de verschillen tussen beleggers van de verschillende lidstaten groot kunnen zijn (zie hoofdstuk 7).

6.5.2 *Trend van rationele belegger naar belegger die irrationeel gedrag kan vertonen*

Hoewel de wetgever vaak onduidelijk is over de doelgroep van het document, lijkt er een trend te zijn van een rationele belegger naar een belegger die soms irrationeel gedrag vertoont en bijvoorbeeld een beperkte interesse in financiële onderwerpen kan hebben. Vermoedelijk hebben de uitkomsten van de evaluatieonderzoeken hier een bijdrage aan geleverd. Daaruit bleek immers dat beleggers veelal niet zo rationeel en gemotiveerd zijn als de wetgever veronderstelde.

De trend van rationele belegger naar een belegger die ook irrationeel gedrag kan vertonen is het duidelijkst waar te nemen op Europees niveau. Hoewel de Europese wetgever aanvankelijk uit lijkt te gaan van een rationele belegger, verandert dit vanaf 2004 in 'een gemiddelde belegger' zonder dat daarop een toelichting wordt gegeven en wordt in 2009 onderzoek gedaan naar onder meer de informatiebehoeften van de belegger voordat het nieuwe informatiedocument geïntroduceerd wordt. Met de introductie van het KID in 2018 erkent de wetgever expliciet dat het gedrag van beleggers niet altijd rationeel is. Op deze grond wordt bijvoorbeeld een begrijpelijkheidswaarschuwing voorgeschreven die in het KID opgenomen moet worden als het een moeilijk product betreft.⁵⁶ De ontwikkeling van rationele belegger naar een belegger die irrationeel gedrag kan vertonen, blijkt niet echt het geval te zijn in Duitsland. In Duitsland gaat de wetgever namelijk bij alle documenten uit van een rationele belegger en wordt diens verantwoordelijkheid voor het nemen van een goede keuze sterk benadrukt.

55. Wat voor de ene belegger begrijpelijk is, kan voor de andere belegger onbegrijpelijk zijn.

56. Art. 8 lid 3 sub b Verordening 1286/2014.

6.5.3 *Aansluiting zoeken bij de behoeften van beleggers*

De wetgever probeert in toenemende mate aan te sluiten bij de behoeften van beleggers. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de reeds genoemde onderzoeken naar presentatievormen van informatie op Europees niveau. Maar ook in Nederland werd vergelijkbaar onderzoek gedaan. Toen onderzoek in 2004 aantoonde dat consumenten de Financiële Bijsluiter vaak te lang en ingewikkeld vonden, besloot de wetgever het document te verkorten door het aantal informatieonderdelen te beperken en te benadrukken dat dit een limitatieve opsomming betrof.⁵⁷ Hierbij moet echter wel worden aangetekend dat de wetgever schrijft dat dit nieuw is, maar dat dit eigenlijk niet zo is. Ook bij het eerdere Besluit (het Besluit Financiële Bijsluiter) werden de onderwerpen die in de Financiële Bijsluiter opgenomen mochten worden limitatief voorgeschreven.⁵⁸ Nieuw was wel dat het aantal onderwerpen afnam. In Duitsland werd eveneens na introductie van het document voor pensioenproducten onderzocht hoe het document het beste vormgegeven zou kunnen worden. Dit leidde tot een rapport met een voorbeelddocument en een handleiding voor het opstellen van het document, maar is niet vertaald in regelgeving en lijkt weinig gebruikt te worden.⁵⁹ Vergelijkbaar was de situatie in Engeland waar diverse alternatieven en het gebruik van het document door consumenten werden onderzocht.⁶⁰

Hoewel de wetgever in het algemeen in toenemende mate probeert aan te sluiten bij de behoeften van beleggers, is niet altijd duidelijk hoe dit precies vertaald is in regelgeving. Zo zou het Duitse document voor verzekeringen alleen die informatie moeten bevatten die consumenten nodig hebben voor het nemen van een beslissing in de precontractuele fase.⁶¹ Deze onderwerpen werden neergelegd in §4 alinea 2 VVG-InfoV. Onduidelijk is echter waarom de beleggers juist behoefte zouden hebben aan deze informatie en niet aan informatie over andere onderwerpen. De wetgever licht namelijk niet toe waarom voor deze onderwerpen gekozen is.

De toenemende aandacht voor de belegger en diens behoeften hangt vermoedelijk samen met de resultaten van evaluatieonderzoeken. Hieruit bleek namelijk veelvuldig dat beleggers problemen ondervonden met betrekking tot onder meer de begrijpelijkheid van informatiedocumenten. Dit leidde er onder meer toe dat de wetgever pogingen deed om het document beter te laten aansluiten bij hun informatiebehoeften- en voorkeuren. Dit is bijvoorbeeld te zien op Europees niveau, waar voorafgaand aan de introductie van het KIID en het KID onderzoek werd

57. Art. 3 Besluit Financiële Bijsluiter.

58. Idem.

59. Hoewel het niet is onderzocht, lijkt dit aannemelijk aangezien de handleiding en het voorbeelddocument onderdeel uitmaken van een rapport en in die zin niet echt een toegankelijke vorm heeft voor de financiële sector. Ook heb ik nooit gezien dat hiernaar bij wetgeving werd verwezen op bijvoorbeeld de site van de BaFin.

60. Onder andere FSA Consumer Research 18, maart 2003.

61. Dit schrijft de wetgever in §4 alinea 1 VVG-InfoV.

gedaan naar de wijze waarop informatie het beste gepresenteerd kan worden. Een vergelijkbaar onderzoek is uitgevoerd voorafgaand aan de introductie van de Financiële Bijsluiter, hoewel het nadien slechts zeer beperkt is herhaald.⁶²

6.6 EVALUATIEONDERZOEK

Evaluatieonderzoek heeft diverse malen een rol gespeeld voorafgaand en na de introductie van informatiedocumenten. Op Europees niveau leidde de wens om beter aan te sluiten bij de behoeften van beleggers na verloop van tijd tot een relatief grote rol voor onderzoek bij het ontwerpen van regelgeving voor het informatiedocument. Tot 2009 ontbraken dergelijke evaluatieonderzoeken in Europa of zijn deze in ieder geval niet kenbaar uitgevoerd. Wel sprak de wetgever in 2004 al uit dat hij meer zicht wilde krijgen op de behoeften van beleggers door middel van onderzoek.⁶³ Echter, het initiatief daartoe werd aan de lidstaten gelaten. Dit veranderde toen de wetgever in de aanloop naar de icbe-Verordening en Richtlijn onderzoek deed naar de wijze waarop het Vereenvoudigd Prospectus destijds in de praktijk functioneerde. Toen er problemen naar voren kwamen, werd besloten tot de introductie van het Key Investor Information Document. Bij het ontwerpen van de voorschriften is rekening gehouden met een onderzoek uit 2009 waaruit blijkt welke presentatievormen van informatieonderdelen het beste aansluit bij de behoeften van de belegger en hen in staat stelt het product te begrijpen. Vergelijkbaar onderzoek naar de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van informatieonderdelen is uitgevoerd voordat het meer recente Key Information Document het levenslicht zag. Eveneens kondigde de Europese wetgever aan dat de PRIIPs-Verordening binnen een jaar na inwerkingtreding op diverse punten geëvalueerd zal worden.

In Duitsland werd soms wel en soms niet (kenbaar) onderzoek gedaan voorafgaand aan of na introductie van een informatiedocument of wijziging van regelgeving. Het is opvallend dat er in ieder geval niet altijd consequenties werden verbonden aan de resultaten van de uitgevoerde onderzoeken. Zo leidde een onderzoek naar het functioneren van informatieplichten van verzekeraars tot de introductie van nieuwe informatieplichten, waaronder het informatiedocument voor verzekeringen. Uit een in 2009 gepubliceerd rapport bleek echter dat, hoewel het document een stap in de goede richting was, het in de praktijk nog op diverse punten tekortschoot.⁶⁴ Dit heeft echter niet geleid tot nieuwe wetgeving. Iets soortgelijks deed zich enkele jaren later voor met betrekking tot het informatiedocument

62. Bij de onderzoeken in 2004 (van Millward Brown/Centrum) en 2009 (TNS NIPO) lag de nadruk veeleer op de effectiviteit van het document. Wel is in de loop van de tijd een risico-indicator getest.

63. Aanbeveling van de Commissie van 27 april 2004 betreffende bepaalde gegevens die overeenkomstig schema C van bijlage I bij Richtlijn 85/611/EEG van de Raad in het vereenvoudigd Prospectus moeten worden vermeld (*PbEU* 2004, L 144/47), overweging 11.

64. Bund der Versicherten, Redaktion FD-VersR 2009, 274533.

voor pensioenproducten. In het in 2010 gepubliceerd rapport stond dat de informatieplichten voor pensioenproducten niet optimaal functioneerden.⁶⁵ Dit leidde onder meer tot het informatiedocument. Na de introductie van dit document is in opdracht van het ministerie van Financiën onderzoek gedaan naar de wijze waarop een informatiedocument voor pensioenproducten het beste vormgegeven kan worden.⁶⁶ In het rapport dat naar aanleiding van dit onderzoek verscheen, wordt onder meer een voorbeelddocument en een handleiding voor het opstellen van dit document gepresenteerd. Het heeft echter niet geleid tot nieuwe wetgeving. In 2012 leidde onderzoek van de BaFin naar het functioneren van het document voor financiële instrumenten daarentegen wel tot een opdracht van de minister aan de financiële sector om de problemen die waren geconstateerd op te lossen. De financiële sector kwam hierop in actie door een Glossar te ontwerpen.⁶⁷ Ook de toezichthouder deed een duit in het zakje door een Rundschreiben te publiceren met toelichting op de voorschriften.⁶⁸ Door deze documenten bleven wetgevingsactiviteiten naar aanleiding van de geconstateerde problemen achterwege. Naar het informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesteringen werd overigens in het geheel geen onderzoek gedaan.

In Nederland is vanaf het begin uitgebreid onderzoek gedaan naar de Financiële Bijsluiter, zoals onderzoek of diverse ontwerpen aansloten bij de wensen en behoeften van consumenten.⁶⁹ Ook werd het functioneren van de Financiële Bijsluiter nadien onderzocht en werd de vormgeving en een risico-indicator getest door een onderzoeksbureau.⁷⁰

De situatie in Engeland is enigszins opvallend. De aanloop naar wijziging van de voorschriften met betrekking tot het informatiedocument was lang, ging gepaard met vele onderzoeken naar het functioneren van het document in de praktijk (in 2000 en 2003) en onderzoek naar alternatieve informatievormen, zoals een Quick Guide (2005). Al met al zijn de resultaten van deze onderzoeken niet zozeer omgezet in wetgeving maar lijken de doorgevoerde wijzigingen van de voorschriften met name het gevolg van een ontwikkeling naar meer *principles-based* regelgeving. Een groot aantal specifieke voorschriften werd namelijk vervangen door een gereduceerd aantal meer algemene voorschriften. Kenmerkend voor de Engelse situatie is dat de toezichthouder de resultaten van evaluaties van een groot aantal informatiedocumenten gebruikte om opstellers inzicht te geven in de wijze waarop zij hun document het beste vorm konden geven. Hiermee kregen deze evaluaties direct een praktische betekenis. De evaluatie van ongeveer 200 documenten leidde er in 2007 namelijk toe dat de financiële toezichthouder de opstellers opriep om

65. Westerheide e.a. 2010.

66. Tiffe e.a. 2012.

67. BMELV 2 september 2013 en Werkgroep o.l.v. de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht & Bundesministerium der Finanzen augustus 2013.

68. BaFin 2013.

69. NIPO 8 juni 2001 en NIPO 9 mei 2001.

70. TNS NIPO 2009 en Millward Brown/Centrum 2004.

deze documenten te verbeteren in overeenstemming met de aanbevelingen in het rapport. Een evaluatie van de resultaten in 2009 leidde tot de conclusie dat veel aanbieders hun documenten hadden verbeterd. Eveneens werden in dat rapport wederom aanbevelingen gedaan voor het opstellen van het document. Deze aanpak komt overeen met het voornemen dat de regelgever eerder had geuit, namelijk om naast wetgevingsmaatregelen ook andere maatregelen te treffen om ervoor te zorgen dat consumenten geschikte informatie zouden ontvangen.⁷¹ De rapporten met good and poor practices waren hiervan een uitvloeisel.

De evaluatieonderzoeken na de introductie van een informatiedocument brengen zonder uitzondering problemen aan het licht. Dit vormde soms de aanleiding voor de introductie van een nieuw document of aanpassing van de bestaande voorschriften. Anderzijds blijkt uit bovenstaande beschrijving dat dergelijke resultaten niet altijd aanleiding vormden voor wetgevingsmaatregelen. In dergelijke gevallen kan afgevraagd worden wat het nut van het evaluatieonderzoek is geweest. In de gevallen waarin onderzoek voorafgaand aan of na de introductie van een document werd gedaan is het bovendien vaak onduidelijk op welke manier de resultaten van het onderzoek zijn vertaald in wetgeving. In enkele gevallen is dit wel duidelijker, bijvoorbeeld het voorschrijven van een maximumaantal pagina's nadat uit onderzoek blijkt dat consumenten het document veelal te lang vinden.⁷²

Ook blijkt dat er door de wetgever soms conclusies uit het onderzoek worden getrokken die onjuist zijn. Illustratief is in dit verband de conclusie die door de Nederlandse wetgever uit een evaluatieonderzoek werd getrokken.⁷³ Naar het idee van de wetgever is in dat onderzoek de begrijpelijkheid van diverse onderdelen van de Financiële Bijsluiter getoetst.⁷⁴ Bestudering van het onderzoek maakt echter duidelijk dat slechts de perceptie van begrijpelijkheid is onderzocht.⁷⁵ Deze onduidelijkheid is overigens niet alleen de wetgever aan te rekenen, aangezien het rapport ook diffuus is op dit punt.⁷⁶ Er zijn vele kanttekeningen te plaatsen bij de uitgevoerde onderzoeken. Hieraan wordt uitgebreid aandacht besteed in het volgende hoofdstuk.

6.7 HARMONISERING

Bij de introductie van een informatiedocument op nationaal niveau is nooit aansluiting gezocht bij de regelgeving in andere landen. Wel wordt er een enkele keer bij de introductie of wijziging van de voorschriften verwezen naar een vergelijk-

71. FSA Consultation Paper 06/19, oktober 2006, alinea 18.40.

72. Namelijk met de Nadere Regeling Financiële Dienstverlening.

73. NIPO 8 juni 2001.

74. *Kamerstukken II* 2001/2002, 26676, nr. 6 (beantwoording vraag 24).

75. Dit blijkt uit bestudering van de vragen die zijn gesteld.

76. Enerzijds wordt namelijk geschreven dat begrijpelijkheid is getest, terwijl anderzijds wordt gesteld dat dit juist niet onderzocht is.

baar document in een ander land. Zo werd in een achtergronddocument bij workshops over het Vereenvoudigd Prospectus een overzicht opgenomen van de ervaringen die er in andere landen met vergelijkbare documenten is opgedaan.⁷⁷ Verder dan een overzicht en verwijzen gaat het echter niet. Er lijkt bijvoorbeeld geen lering te worden getrokken uit deze ervaringen.

Dat er geen aansluiting wordt gezocht bij informatiedocumenten in andere landen of lering wordt getrokken uit ervaringen die er zijn opgedaan met andere documenten is opvallend. De doelen die met het document worden nagestreefd zijn immers vrijwel gelijk. Bovendien worden er bijvoorbeeld in het ene land problemen met het informatiedocument geconstateerd, terwijl er in een ander land met onverminderd enthousiasme een nieuw document wordt geïntroduceerd waarvan wordt verwacht dat het zou leiden tot beter geïnformeerde consumenten. De problemen met de documenten die boven water kwamen, blijken echter in alle landen vrijwel identiek.

Waarom zou ieder land afzonderlijk het wiel willen uitvinden? Wellicht speelt enerzijds een rol dat het rechtsstelsel, de beleggers en andere aspecten per land verschillend zijn. Echter, anderzijds zoeken de landen hun toevlucht tot dezelfde beleidsmaatregel (namelijk een informatiedocument) en worden zij geconfronteerd met dezelfde problematiek. Het meest opvallend is in dit verband de situatie in Duitsland waar maar liefst zes (waarvan vier nationale) korte precontractuele informatiedocumenten bestaan voor verschillende producten. Waarom werd niet eerst afgewacht in hoeverre de reeds bestaande documenten het gewenste effect hadden alvorens een nieuw document te introduceren?⁷⁸ Sterker nog, bij de introductie van de diverse documenten is vrijwel nooit gekeken naar de documenten die reeds bestonden, terwijl daarmee ook diverse problemen bleken te bestaan.⁷⁹ Een voor de hand liggende verklaring voor deze verscheidenheid aan documenten voor Duitsland is het sectorsgewijze toezicht van de BaFin op de financiële markten waardoor er een relatief scherpe afbakening bestaat tussen de financiële sectoren.⁸⁰ Dit neemt niet weg dat het verbazingwekkend is dat er vrijwel geen pogingen zijn gedaan om de regelgeving te harmoniseren, lering te trekken uit de ervaringen die werden opgedaan met andere documenten of op een andere wijze sectoroverstijgend samen te werken.

77. Europese Commissie, *Document of the Services of the Commission. Simplified Prospectus Workshops*. 15th May 2006. 11th July 2006 (Issues Paper), 3 mei 2006, p. 18-25. Het is echter onduidelijk welke rol deze beschrijving heeft gespeeld.

78. Enzo Deutscher Industrie- und Handelskammertag 2011, p. 3. Maar wellicht kan dit ook verklaard worden door het feit dat de DIHK eigenlijk geen document wilde en dit daarom aanvoerde, aangezien het een vertegenwoordiger van de financiële sector is.

79. Dit was bijvoorbeeld het geval met het informatiedocument voor verzekeringen, zie Redaktion FD-VersR, *FD-VersR* 2009, 274533.

80. Namelijk: 1) toezicht op verzekeringen, 2) toezicht op banken en 3) toezicht op de handel in effecten.

In Nederland was er vanaf het begin al sprake van harmonisering van producten aangezien het sectoroverstijgende regelgeving betrof die van toepassing was op alle complexe producten. In 2006 werd het aantal producten waarvoor de Financiële Bijsluiter opgesteld moest worden bovendien nog verder uitgebreid. Iets soortgelijks was het geval in Engeland waar het document onder andere opgesteld moet worden voor pakketproducten. Aanvankelijk werd er wat betreft voorschriften soms wel onderscheid gemaakt al naar gelang het product waarvoor het opgesteld moest worden (namelijk in de Conduct of Business van 1994).

Op Europees niveau is het sterkst een ontwikkeling naar harmonisering waar te nemen. De wetgever streefde en streeft dit ook na. Dit komt onder andere tot uitdrukking in de keuze voor een Verordening (sinds 2010) waarmee de voorschriften rechtstreeks van toepassing zijn in de lidstaten. De wetgever beoogde door de keuze voor een Verordening de efficiëntie van het document, beleggersbescherming en vergelijkbaarheid te bevorderen.⁸¹ Ook de niet-juridisch bindende Guidelines voor het KID dienden een uniforme interpretatie van de Verordening in de hele EU te bevorderen. Daarnaast moest het leiden tot harmonisatie van producten, omdat het KIID en het KID verstrekt moeten worden voor allerlei soorten producten als zij maar onder de icbe- danwel de PRIIPs-definitie vallen. Dat het KIID voor icbe's, die ook onder de PRIIPs definitie vallen, voornamelijk blijft bestaan komt de harmonisatie van producten niet ten goede.⁸²

6.8 CONCLUSIE

In dit deel van het boek werd de ontwikkeling van de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan korte precontractuele informatiedocumenten in de loop van de jaren in Europa, Engeland, Nederland en Duitsland uiteengezet. Hierbij is in het bijzonder ingegaan op de volgende zes aspecten: aanleidingen, doelen, (aard van de) regelgeving, beeld van de belegger, evaluatieonderzoek voorafgaand of na introductie van het document en harmonisatie. In zekere zin bevat ieder hoofdstuk al een samenvatting, namelijk een schema met toelichting (paragraaf 2.3 (Europa), paragraaf 3.3 (Engeland), paragraaf 4.3 (Nederland) en paragraaf 5.3 (Duitsland)). Dit zal in deze conclusie niet nogmaals herhaald worden maar in het bredere perspectief worden geplaatst.

De **aanleidingen** voor een informatiedocument blijken vaak te liggen op het gebied van beleggersbescherming maar zijn meestal ook economisch van aard. Het bevorderen van beleggersbescherming lijkt bovendien in veel gevallen ten dienste te staan van Europese en economische belangen. Daarnaast blijkt er bij de ontwikkeling van informatiedocumenten sterk sprake te zijn van padafhankelijkheid. De introductie van een document heeft namelijk altijd tot doel om bepaalde bestaande

81. Richtlijn 2009/65/EG, overweging 59.

82. Art. 32 lid 1 Verordening 1286/2014.

problemen op te lossen. Echter, het nieuwe informatiedocument blijkt daar vaak niet in te slagen, omdat het zelf niet effectief is of er nieuwe problemen ontstaan. Dit vormt vervolgens de aanleiding voor aanpassing van de voorschriften of de introductie van een nieuw document, al naar gelang de geconstateerde problematiek. Deze cyclus toont aan dat informatiedocumenten niets nieuws onder de zon zijn, zelfs niet het meest recent geïntroduceerde Europese Key Information Document dat vanaf januari 2018 in alle lidstaten van de EU opgesteld moet worden. Ondanks het feit dat er na verloop van tijd telkens problemen met het document worden geconstateerd, wordt ook dit nieuwe document met enthousiasme gepresenteerd. Echter, gezien de beschreven ontwikkeling lijkt bescheidenheid op zijn plaats. Bovendien doet het de vraag rijzen: zijn aanpassingen van het informatiedocument wel de aangewezen oplossing? Vergelijkbare documenten blijken immers al jarenlang op Europees en nationaal niveau te bestaan. Wellicht moet de oplossing voor problemen niet langer gezocht worden in het document, maar veel eerder op andere gebieden zoals aan de zijde van de belegger (bijvoorbeeld financiële educatie) of op het gebied van productontwikkeling (bijvoorbeeld ingewikkelde producten verbieden). Hierop zal in de volgende hoofdstukken worden ingegaan. In ieder geval lijkt het valse hoop dat een document de problemen zal oplossen en is het juist van belang om dat te erkennen. Wanneer dit niet wordt erkend, wordt er immers ten onrechte op het probleemoplossende vermogen van het document vertrouwd. Bovendien kan het leiden tot de verwachting dat beleggers door het document voldoende worden beschermd, terwijl dit vaak niet zo blijkt te zijn (consumenten lezen het document bijvoorbeeld niet of vinden het te ingewikkeld). Het expliciet erkennen dat het document beperkingen kent, is daarom van groot belang, zodat niet in ficties wordt geloofd.

De informatiedocumenten hebben vrijwel altijd tot *doel* beleggers inzicht te geven in de belangrijkste kenmerken van een financieel product (begrijpen) en hen in staat te stellen om producten gemakkelijker met elkaar te vergelijken (vergelijken). Vaak blijkt het informatiedocument echter direct of indirect een economisch doel te dienen. Het document fungeert dan als instrumenteel doel, namelijk om bijvoorbeeld de nationale markt te versterken en de concurrentie te verbeteren. Dit komt deels overeen met hetgeen werd geconstateerd in het kader van de aanleidingen die ook vaak een belangrijke economische component hebben. Daarnaast lijkt de wetgever de doelen van het informatiedocument niet altijd scherp voor ogen te hebben. De doelen van hetzelfde informatiedocument blijken regelmatig te verschillen al naar gelang het beleidsdocument dat wordt geraadpleegd. Een enkele keer worden zelfs binnen hetzelfde beleidsdocument verschillende doelen geformuleerd. Het lijkt er overigens op dat de wetgever deze verschillen niet beoogt maar dat ze het gevolg zijn van een verschillende wijze van formulering. Desalniettemin zou dit niet snel het geval zijn als het de wetgever scherp voor ogen stond wat hij met het document wil bereiken. Het is wenselijk dat hier meer aandacht aan wordt besteed en dat de beschrijving van de doelen voor hetzelfde document

consistent is.⁸³ In het kader van de evaluatieonderzoeken werd geschreven, dat de wetgever echter vaak geen idee lijkt te hebben van hetgeen beleggers begrijpelijk vinden maar dit wel zegt na te streven. Deze lacune ligt wellicht ten grondslag aan de onduidelijkheid omtrent de doelen die met het document worden nagestreefd. Het is ook mogelijk dat wetgevers informatiedocumenten als 'gemakkelijke maatregel' zien. Het is immers veel minder verstrekkend en ingrijpend (minder paternalistisch) dan bijvoorbeeld het verbieden van een product. De gedachte zou daarom kunnen zijn, en gezien de inconsistentie omtrent de doelen niet geheel onaannemelijk: baat het niet dan schaadt het niet.⁸⁴ Wel kan geconstateerd worden dat de toelichting op de introductie van een informatiedocument in de loop van de jaren uitgebreider is geworden en daarmee dus de toelichting van de wetgever op de aanleidingen en doelen van het document. Dit is met name te zien op Europees niveau. Engeland vormt hierop een uitzondering aangezien de beleidstheorie die ten grondslag ligt aan de informatiedocumenten in dat land afgeleid moet worden uit andere gerelateerde beleidsdocumenten, zoals consultatiestukken.

Wat betreft de **regelgeving** voor korte precontractuele documenten is er een trend waarneembaar naar meer standaardisatie, meer voorschriften en minder open normen. Ook blijkt in de loop van de tijd de aandacht te verplaatsen van de inhoud naar de wijze waarop de informatie gepresenteerd wordt, zoals met behulp van tabellen en plaatjes. De toenemende aandacht voor de vormgeving kan mogelijk worden verklaard door de resultaten van de evaluatieonderzoeken en de pogingen die werden gedaan om de informatie bijvoorbeeld aantrekkelijker te presenteren zodat consumenten er wel een blik op zouden werpen en daarmee de geconstateerde problemen opgelost zouden worden. Een andere mogelijke reden is, dat het beeld van de belegger veranderde van rationeel (waarbij dus aandacht voor de inhoud het belangrijkste is) naar een belegger die irrationeel gedrag kan vertonen en onder meer beperkte interesse en financiële kennis heeft (waarvoor het dus belangrijker is om de informatie begrijpelijk en aantrekkelijk te presenteren). Op Europees niveau en in Nederland blijkt de mate van standaardisatie het hoogst. In Duitsland is er juist sprake van beperkte standaardisatie. In Engeland was er een tegengestelde trend waar te nemen, namelijk van een groot aantal zeer gedetailleerde voorschriften, naar een minder groot aantal *principles-based* regels. Volgens de Engelse regelgever zou dit financiële instellingen meer flexibiliteit geven om consumenten beter te informeren en hen in staat stellen om gemakkelijker te kunnen inspelen op ontwikkelingen.

De voorschriften voor de informatiedocumenten blijken met name juridisch bindend van aard (*hard law*). Op Europees niveau en in Duitsland nam het bindende karakter van voorschriften toe, onder andere door het vervangen van Richt-

83. Het zou overigens op zichzelf ook verwonderlijk zijn dat de doelen per document sterk van elkaar verschillen.

84. Dit betreft echter een interpretatie van de beschikbare informatie, maar wordt uiteraard nergens met zoveel woorden expliciet vermeld.

lijnen door Verordeningen die rechtstreeks van toepassing zijn in de lidstaten. Ook werden er op Europees niveau en in de landen in de loop van de jaren diverse niet-juridisch bindende handleidingen en andere documenten gepubliceerd die de opsteller moesten helpen bij het invullen van de normen. De ontwikkeling naar meer juridische bindende voorschriften lijkt voor de hand te liggen omdat onder andere de ontwikkeling van informatiedocumenten op Europees niveau en in Duitsland liet zien dat de financiële sector zelf te weinig verantwoordelijkheid nam als zij dienaangaande de vrijheid kregen. Gezien de gedeeltelijk tegengestelde belangen van de financiële sector ten aanzien van bijvoorbeeld transparantie zou een dergelijke vrijheid overigens ook twijfelachtig zijn.⁸⁵ Wat betreft de inhoud van de regelgeving is het opvallend dat de voorschriften voor vergelijkbare documenten op Europees en nationaal niveau sterk uiteenlopen. Immers, dergelijke documenten hebben, zoals reeds geschreven, vrijwel allemaal dezelfde doelen namelijk het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten. Meer samenwerking tussen lidstaten lijkt in dit verband wenselijk. Uniforme regels voor het Key Information Document voor PRIIPs in alle lidstaten kan in dit verband een stap in de goede richting zijn.

Het beeld dat de wetgever van de **doelgroep van het document** heeft, blijkt vaak onduidelijk. Het document heeft altijd tot doel om beleggers te informeren. Wie precies deze beleggers zijn, wordt soms niet en in andere gevallen slechts zeer beperkt toegelicht. Meestal lijkt de wetgever consumenten op het oog te hebben, maar een enkele maal vallen onder het begrip beleggers ook professionele partijen met onvoldoende kennis of ervaring. De beperkte aandacht voor de doelgroep van het document is opmerkelijk, aangezien deze juist door het document geïnformeerd dient te worden. Er lijkt hierdoor sprake te zijn van lippendienst aan begrijpelijkheid omdat de vertaling daarvan in de voorschriften vaak achterwege blijft. Bovendien bestaat er een breed scala aan beleggers, zeker op Europees niveau. Door de beperkte aandacht die wordt besteed aan wie deze beleggers zijn, wordt aan deze verschillen geen recht gedaan. Hoewel de wetgever vaak onduidelijk is over de doelgroep van het document, lijkt er een trend waarneembaar van het beeld van een rationele belegger naar een belegger die irrationeel gedrag kan vertonen, onder meer met beperkte kennis van en interesse voor financiële onderwerpen. Bij de introductie van het Key Information Document benoemt de wetgever zelfs expliciet de 'irrationele gedragspatronen' van beleggers en wordt daarom een begrijpelijkheidswaarschuwing verplicht voor moeilijk te begrijpen producten. Met name in Duitsland wordt de rationaliteit en de eigen verantwoordelijkheid van de belegger sterk benadrukt. Wel probeert de wetgever zowel op Europees als op

85. Zij hebben er enerzijds belang bij dat beleggers geschikte producten kopen en tevreden zijn (consumentenvertrouwen), maar anderzijds kunnen zij ook juist belang hebben bij weinig transparantie, namelijk als het product bijvoorbeeld hoge kosten met zich brengt. Dat dergelijke belangen een rol spelen, blijkt ook uit diverse reacties die de financiële sector gaf voorafgaand aan en na de introductie van de documenten.

nationaal niveau in toenemende mate aan te sluiten bij de behoeften van beleggers. Dit komt vermoedelijk door de problemen met het document die voortdurend boven water komen. Deze leidden regelmatig tot onderzoek naar onder andere de waardering van consumenten voor verschillende wijzen waarop informatie gepresenteerd kan worden. Hoewel de wetgever steeds meer probeert aan te sluiten bij de behoeften van beleggers, blijft het in veel gevallen wel onduidelijk in hoeverre dit zijn weerslag vindt in de regelgeving.

Er is diverse malen voorafgaand aan of na de introductie van een informatiedocument **evaluatieonderzoek** uitgevoerd. Zo werd, zoals reeds geschreven, getest welke presentatievorm van informatie beleggers het meest waardeerden en begrepen. Onderzoeken naar het functioneren van het informatiedocument blijken zonder uitzondering problemen aan het licht te brengen. Deze constatering leidden echter niet altijd tot wetgevings- of andere maatregelen, maar in sommige gevallen wel. Soms is het ook onduidelijk of en hoe de resultaten van dergelijk onderzoek is vertaald in regelgeving. Er zijn vele kanttekeningen te plaatsen bij de uitgevoerde evaluatieonderzoeken. Zo worden er door de wetgever soms conclusies getrokken uit het onderzoek die niet terecht blijken te zijn. In het hiernavolgende hoofdstuk zal uitgebreider worden ingegaan op de uitgevoerde onderzoeken en zal tevens de kwaliteit ervan worden beoordeeld.

Bij de introductie van een informatiedocument in één van de landen is geen enkele keer aansluiting gezocht bij reeds bestaande voorschriften in andere landen. Er werd slechts een enkele keer verwezen naar een vergelijkbaar document in een ander land. Dit is opmerkelijk omdat de hoofddoelen die met de documenten worden nagestreefd (namelijk begrijpen en vergelijken) vrijwel identiek zijn. Waarom zou de wetgever van een rechtstelsel telkens zelf het wiel willen uitvinden? Hij wordt immers geconfronteerd met dezelfde problematiek. De situatie binnen Duitsland wekt in dat verband met name verbazing. In dat land bestaan er maar liefst zes korte precontractuele informatiedocumenten voor financiële producten met telkens andere voorschriften. In Nederland en Engeland was er daarentegen wel sprake van **harmonisering** van producten aangezien het document moest worden opgesteld voor een brede productcategorie. Op Europees niveau is er een trend te zien naar harmonisering. Dit wordt zelfs nagestreefd. Dit streven vindt zijn weerslag onder meer in de keuze voor een Verordening in plaats van een Richtlijn. Hiermee moesten verschillen tussen lidstaten namelijk voorkomen worden. Bovendien moet het document opgesteld worden voor een sectoroverstijgende productcategorie, namelijk PRIIPs. Hiermee wordt in zekere zin harmonisatie van producten bereikt, namelijk voor zover deze onder de PRIIPs-definitie vallen. Het is in zekere zin strijdig met deze Europese trend naar harmonisering dat het KID en het KIID vooralsnog naast elkaar blijven bestaan. Dit kan tot onduidelijkheid leiden voor beleggers en opstellers. Het komt in ieder geval de harmonisatie van producten niet ten goede.

DEEL II

DE EFFECTIVITEIT VAN INFORMATIEDOCUMENTEN

7.1 INLEIDING

In de loop van de jaren zijn er door financiële toezichthouders en onderzoeksbureaus diverse onderzoeken uitgevoerd naar het functioneren van de in hoofdstuk 2 tot en met 5 beschreven informatiedocumenten voor financiële producten. Een groot aantal van deze onderzoeken kwam reeds in die hoofdstukken aan de orde. Er is onder andere geëvalueerd in hoeverre consumenten met dit document bekend waren, of en hoe zij er gebruik van maakten en of het hen in staat stelde producten te begrijpen en te vergelijken. Tevens werden er diverse varianten van documenten en informatieonderdelen aan consumenten voorgelegd om te achterhalen wat hun voorkeur had en welke wijze van presenteren hen het beste zou helpen bij het nemen van een beslissing. Deze rapporten kunnen inzicht geven in de vraag of korte informatiedocumenten consumenten in de praktijk daadwerkelijk helpen bij het begrijpen en vergelijken van financiële producten. In de tweede plaats kunnen er uit de resultaten van de onderzoeken lessen worden getrokken over aspecten die de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van informatiedocumenten belemmeren en bevorderen.

De resultaten van deze onderzoeken zijn vooralsnog nooit bij elkaar gebracht en geanalyseerd. Dat zal in dit hoofdstuk worden gedaan. Hieraan ging een uitgebreide analyse vooraf van de resultaten van de belangrijkste evaluatieonderzoeken die op Europees niveau en in Engeland, Nederland en Duitsland zijn uitgevoerd.¹ Deze analyse is opgenomen in het boek 'Informatiedocumenten onder de loep. Juridische aspecten en de praktijk van precontractuele informatie over complexe financiële producten'.² De resultaten van de onderzoeken zullen in paragraaf 7.2 integraal worden beschreven aan de hand van de volgende onderwerpen a) hoe

-
1. Bij de volgorde van de landen is aansluiting gezocht bij het eerste deel van het boek, namelijk de chronologische volgorde waarin het eerste informatiedocument voor financiële producten in het betreffende land werd geïntroduceerd.
 2. C.E. de Jager, *Informatiedocumenten onder de loep. Juridische aspecten en de praktijk van precontractuele informatie over complexe financiële producten*, 2018 (te verschijnen).

wordt door consumenten³ tegen informatiedocumenten aangekeken, b) hoe worden informatiedocumenten door consumenten gebruikt en dragen ze bij aan de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van financiële producten⁴ en c) de inhoud en vormgeving van de documenten.⁵ Eveneens werden uit de rapporten vijftien aanbevelingen gedestilleerd die in een groot aantal van deze rapporten werden geformuleerd.

Een belangrijke vraag is: met hoeveel zekerheid kunnen er conclusies uit de rapporten worden getrokken? Om die vraag te beantwoorden, is een beoordeling van de methodologische kwaliteit van de onderzoeken van belang. Daarom zijn de onderzoeken geëvalueerd aan de hand van de volgende aspecten:

1. aard van de evaluatie;
2. methodologische kwaliteit
 - a. validiteit;
 - b. interne validiteit;
 - c. betrouwbaarheid.

De conclusies van deze beoordeling worden beschreven in paragraaf 7.3. Een uitgebreide beschrijving van de methodologische beoordeling per rapport is eveneens opgenomen in het reeds genoemde boek.⁶ Het blijkt dat de methodologische kwaliteit van de rapporten te wensen over laat. Dit moet in het achterhoofd worden gehouden bij het lezen van de beschrijving van de resultaten van deze onderzoeken. De kwaliteit van de onderzoeken is echter niet dusdanig slecht dat de resultaten ervan in het geheel niet van belang zijn. Om de methodologische kwaliteit van evaluatieonderzoeken in de toekomst te bevorderen, worden er in dit hoofdstuk aanbevelingen geformuleerd.

Tot slot, er is in ieder geval om twee redenen voor gekozen om eerst de resultaten van de evaluatieonderzoeken te beschrijven en vervolgens in te gaan op de methodologische kwaliteit van deze evaluaties, namelijk 1) de resultaten van de onderzoeken zijn het meest van belang aangezien het onderzoek met het oog daarop is uitgevoerd, de methoden zijn daartoe aangewend en 2) de resultaten van diverse evaluaties hebben een rol gespeeld bij de ontwikkeling van beleid door de wetgever en sluiten daardoor goed aan op het eerste deel van dit boek. Bovendien is het van belang dat de evaluatieonderzoeken die in dit hoofdstuk aan de orde

-
3. Een enkele keer wordt hierbij ook betrokken hoe tussenpersonen en aanbieders van financiële producten tegen het document aankijken, namelijk voor zover dit uit de rapporten voortvloeit.
 4. Dat zijn immers de doelen van het informatiedocument en daartoe dient het gebruik van het document volgens de wetgever te leiden.
 5. De indeling is om analytische redenen gemaakt. Uiteraard is er wel overlap mogelijk tussen de diverse onderwerpen. Ter illustratie, hoe consumenten tegen het document aankijken, kan invloed hebben op de mate waarin zij ervan gebruikmaken. Een enkele keer zullen de aanbevelingen bovendien integraal in andere onderdelen aan de orde komen. Tevens komen bepaalde onderdelen bij enkele rapporten niet aan de orde omdat daaraan in de desbetreffende onderzoeken geen aandacht werd besteed.
 6. Zie voetnoot 2.

komen zijn geselecteerd omdat ze kenbaar een rol hebben gespeeld bij beleidsbeslissingen.

7.2 RESULTATEN VAN DE EVALUATIEONDERZOEKEN

In deze paragraaf wordt een overzicht gegeven van de resultaten van de evaluatieonderzoeken die op Europees niveau en in Engeland, Nederland en Duitsland werden uitgevoerd. Dit betreft de volgende onderzoeken:

Europa (ex ante onderzoeken naar het Key Investor Information Document en het Key Information Document):

- IFF Research & YouGov 2009: ‘UCITS Disclosure Testing Research Report’.
- London Economics & Ipsos 2015: ‘Consumer testing study of the possible new format and content for retail disclosure of packaged retail and insurance-based investment products’.

Engeland (ervaringen met het Key Features Document):

- FSA 2000: ‘Informed decisions? How consumers use Key Features: a synthesis of research on the use of product information at the point of sale’.
- FSA 2003: ‘The development of more effective product disclosure’.
- FSA 2007 en 2009: ‘Good and poor practices in Key Features Documents’ en ‘Supplementary Annex to Good and poor practices in Key Features Documents’.

Nederland (ervaringen met de Financiële Bijsluiter):

- Millward Brown/Centrum 2004: ‘Evaluatie van de Financiële Bijsluiter. Resultaten van onderzoek onder consumenten, intermediairs en aanbieders’.
- TNS NIPO 2009: ‘De effectiviteit van de Financiële Bijsluiter’.

Duitsland (ervaringen met het Produktinformationsblatt):

- Westerheide e.a. 2010: ‘Transparenz von privaten Riester- und Basisrentenprodukten’.
- Tiffe e.a. 2012: ‘Ausgestaltung eines Produktinformationsblatts für zertifizierte Altersvorsorge- und Basisrentenverträge’.
- Habschick e.a. 2012: ‘Evaluation von Produktinformationsblättern für Geldanlageprodukte’.

Voordat inhoudelijk wordt ingegaan op de resultaten is het behulpzaam om enkele meer algemene opmerkingen te maken. In de eerste plaats blijkt uit de analyse van de resultaten van de onderzoeken dat deze overeenkomsten vertonen. Anderzijds bestaan er verschillen (bijvoorbeeld ten aanzien van de onderwerpen waarover beleggers informatie wensen te ontvangen). In de tweede plaats bestaan er opval-

lende verschillen tussen de resultaten die uit de ex ante en de ex post evaluaties voortvloeiden. Consumenten blijken tijdens ex ante onderzoeken (zoals de Europese onderzoeken) redelijk goed in staat om testvragen over het document juist te beantwoorden. Veelal zijn zij bovendien positief over informatiedocumenten en de doelen die daarmee worden nagestreefd. Anderzijds leveren de ex post evaluaties veelal minder rooskleurige resultaten op omdat daaruit bijvoorbeeld veelal voortvloeit dat het gebruik van de informatiedocumenten in de praktijk soms tegenvalt.

Tot slot, niet in alle onderzoeken werd aandacht besteed aan alle onderwerpen die hierna aan de orde komen. De rapporten waarvoor dit geldt, zullen bij het desbetreffende onderdeel hierna daarom niet betrokken worden. In verband met de overzichtelijkheid zijn in de tekst de landen vetgedrukt. Tevens wordt na iedere subparagraaf onder het kopje 'Kortom' samengevat wat de belangrijkste conclusies zijn.

7.2.1 *Hoe wordt tegen het document aangekeken?*

7.2.1.1 *Waardering voor het document en de doelstellingen*

Uit het **Europese** onderzoek naar het Key Investor Information Document voor icbe's bleek dat consumenten en intermediairs de introductie van dit document een verbetering vonden ten opzichte van de bestaande precontractuele informatie.⁷ Zij juichen de komst van dit document daarom toe. Vooral de duidelijkheid en korte omvang door de standaardisatie wordt gewaardeerd.⁸ De meeste consumenten zouden naar eigen zeggen het document gebruiken om op basis daarvan bijvoorbeeld het gesprek met hun tussenpersoon voor te bereiden of producten te vergelijken.⁹ Enkele jaren later, in het onderzoek voorafgaand aan de introductie van het Key Information Document voor PRIIPs, geeft wederom een groot deel van de consumenten aan dat het van plan is om het nieuwe document te gebruiken bij de aanschaf van een financieel product.

In **Engeland** is men over het algemeen vrij negatief over het Key Features Document. Zo wordt het door consumenten en beroepsbeoefenaars in 2000 als een onbelangrijk document gezien.¹⁰ De belangrijkste reden daarvoor is volgens consumenten dat zij niet de relevantie van het document voor hun persoonlijke situatie zien.¹¹ In 2003 is het oordeel van beroepsbeoefenaars over het document niet bepaald verbeterd. De meesten van hen vinden het document niet consumentvriendelijk en verwachten dat het niet vaak wordt gelezen. Zij vinden bovendien

7. IFF Research & YouGov 2009, p. 8.

8. Idem, p. 149.

9. Idem, p. 147.

10. FSA 2000, p. 23.

11. Idem.

dat zij veel te veel papier aan consumenten moeten verschaffen, terwijl zij vermoeden dat een groot deel daarvan toch niet wordt gelezen.¹²

In **Nederland** vond een groot deel van de consumenten in 2004 de Financiële Bijsluiters een nuttig document.¹³ Velen zouden naar eigen zeggen het document lezen bij het aanschaffen van een complex product.¹⁴ De praktijk blijkt echter minder rooskleurig, hetgeen een illustratie is van de verschillen die zich kunnen voordoen tussen wat consumenten zeggen wat zij doen en hetgeen zij daadwerkelijk doen. Al met al wordt de Financiële Bijsluiters met een 6,5 beoordeeld.¹⁵ Deze enigszins lage score kan vermoedelijk worden verklaard door de kritiek die consumenten hebben op de herkenbaarheid, lengte, leesbaarheid en begrijpelijkheid van het document.¹⁶ Intermediairs beoordelen het document overigens nog lager, namelijk met een 5,1 op een schaal van 10.¹⁷ In 2009, nadat zich enkele wijzigingen in de voorschriften hebben voorgedaan, blijkt dat consumenten over het algemeen een positief beeld hebben van de Financiële Bijsluiters.¹⁸ Een groot deel van de consumenten vindt de Financiële Bijsluiters dan zeer waardevol of onmisbaar bij de oriëntatie op een financieel product.¹⁹

In **Duitsland** komt uit het onderzoek van Westerheide in 2010 naar het informatiedocument voor pensioenproducten naar voren dat dit document door veel consumenten wordt gezien als een oplossing voor de destijds bestaande intransparantie omtrent financiële producten en de grote hoeveelheid informatie.²⁰ Ook uit het onderzoek van Tiffe naar de vormgeving van diverse voorbeelddocumenten blijkt dat consumenten over het algemeen een goede indruk van deze voorbeelddocumenten hebben.²¹ Aanbieders stonden eveneens positief tegenover het vergroten van transparantie door middel van een dergelijk document.²² Bij de evaluatie van Habschick in 2012 bleek echter dat het informatiedocument voor financiële instrumenten niet echt bekend was bij beleggers: iets minder dan de helft van de consumenten bleek hiermee bekend te zijn.²³ Wel vond 80% van de consumenten het document in meer of mindere mate belangrijk om producten met elkaar te vergelijken.²⁴

12. FSA 2003, p. 60.

13. Millward Brown/Centrum 2004, p. 12.

14. Idem.

15. Idem, p. 18.

16. Idem, p. 19.

17. Idem, p. 39 en 58.

18. TNS NIPO 2009, p. 9.

19. Idem, p. 18.

20. Westerheide e.a. 2010, p. 6.

21. Tiffe e.a. 2012, p. 28 en 31.

22. Idem, p. 36.

23. Habschick e.a. 2012, p. 8.

24. Idem, p. 14.

7.2.1.2 *Aard van het document*

Uit sommige onderzoeken komt naar voren dat er onduidelijkheid bestaat over de aard van het informatiedocument, namelijk dat het een objectief document is. Uit het in **Nederland** in 2004 uitgevoerde onderzoek blijkt bijvoorbeeld dat consumenten hiervan over het algemeen niet op de hoogte zijn. Zo dacht maar liefst 48% van de consumenten dat het een brochure van een bank of een verzekeraar was.²⁵ Wel zouden consumenten volgens de schrijvers van het rapport een vrij goed beeld van de functie van de Financiële Bijsluiter hebben.²⁶ In 2009 blijkt er nog niet veel verbetering te hebben plaatsgevonden. Slechts de helft van de consumenten ziet de Financiële Bijsluiter dan als een objectief document, terwijl de rest een neutraal standpunt inneemt of het niet weet.²⁷ Ook in de **Engelse** rapporten wordt benadrukt dat het belangrijk is dat het document er officieel uitziet en zich duidelijk onderscheidt van andere informatiebronnen. Daartoe wordt bijvoorbeeld voorgesteld om een logo van de toezichthouder in het document op te nemen.²⁸

7.2.1.3 *Kortom*

Over het algemeen ondersteunen consumenten, intermediairs en aanbieders de doelstellingen van korte informatiedocumenten. Veel consumenten verwachten bovendien dat zij het document zullen gebruiken bij de oriëntatie op een financieel product. Er blijkt op dit punt echter een verschil te bestaan tussen de ex ante onderzoeken en de ex post onderzoeken. In de ex ante onderzoeken zeggen consumenten over het algemeen dat zij positief zijn over het document, het waardevol vinden en dat zij verwachten het te zullen gebruiken. Uit de ex post onderzoeken komt echter veelal naar voren dat de praktijk weerbarstiger is en er diverse problemen bestaan. Zo zijn de documenten bijvoorbeeld vaak te lang en te ingewikkeld. Bovendien zijn consumenten niet altijd goed op de hoogte van de aard van het document, namelijk dat het een objectief document is. Dit laatste is onwenselijk, aangezien het document zich daarin onderscheidt van marketingmateriaal. Vooral in Engeland zijn aanbieders en consumenten erg negatief over het informatiedocument.

7.2.2 *Gebruik van het document*

7.2.2.1 *Lezen consumenten het document?*

Of consumenten het document lezen, kan niet beoordeeld worden op basis van de **Europese** onderzoeken. Daarin werden namelijk met name varianten van de nieuwe informatiedocumenten (namelijk het Key Investor Information Document en het Key Information Document) getest. Wel blijkt uit het in 2010 verschenen

25. Millward Brown/Centrum 2004, p. 12.

26. Idem, p. 18.

27. TNS NIPO 2009, p. 9 en 10.

28. Bijvoorbeeld FSA 2003, p. 19.

rapport dat het voordien bestaande Vereenvoudigd Prospectus vrijwel niet werd gebruikt door consumenten en dat dit één van de redenen vormde voor het nieuwe informatiedocument, het Key Investor Information Document.

Uit de **Engelse** rapporten blijkt dat slechts een klein deel van de consumenten het document leest.²⁹ Consumenten die wel een document ontvingen, maar het niet lazen, hebben daar blijkens het rapport uit 2000 veelal één van de volgende vijf redenen voor:³⁰

1. Het document was al doorgesproken met de financieel adviseur of een vertegenwoordiger van de onderneming.
2. De consument verkeerde in de veronderstelling dat het document niet belangrijk was en werd er ook niet op gewezen dat het een belangrijk document betrof.
3. De consument liet het document door iemand anders lezen.
4. De consument vond dat het document te veel informatie bevatte.
5. De consument had al de beslissing genomen om het product aan te schaffen op het moment dat hij het document kreeg.

Beroepsbeoefenaren voegen hier nog aan toe dat consumenten het document vaak verwarrend vinden en niet geïnteresseerd zijn.³¹ Consumenten die het document wel lazen, zijn vaak de meer actieve beleggers die bijvoorbeeld ook zelf op zoek gaan naar informatie (vergelijkbaar met het segment 'Beheersten', zie hoofdstuk 8).³² Anderen werden er door hun financieel adviseur op gewezen dat het verstandig zou zijn om het document te lezen.³³ In het in 2003 gepubliceerde onderzoek is niet onderzocht hoe het document functioneerde, maar wordt wel ingegaan op de redenen die consumenten hebben om een document al dan niet te gaan lezen. Hieruit blijkt dat beroepsbeoefenaren het destijds bestaande document niet consumentvriendelijk vinden en verwachten dat het niet vaak wordt gelezen. Het document is volgens hen vaak te technisch, te lang en bevat te veel getallen die moeilijk te begrijpen zijn.³⁴ Consumenten beamen dit grotendeels en noemen als redenen voor het niet lezen van het document dat zij meer waarde hechten aan persoonlijk advies en dat zij geschreven informatie veelal moeilijk te begrijpen en te gedetailleerd vinden.³⁵ Ook de rapporteurs concluderen dat informatie over complexe producten vaak een hoge moeilijkheidsgraad heeft waardoor zij verwachten dat consumenten het slechts vluchtig doorlezen.³⁶ Zo zouden consumenten worden afgeschrikt door de cijfers in het document (zie hoofdstuk 8 over de

29. FSA 2000, p. 22. Beroepsbeoefenaren waren dezelfde mening toegedaan.

30. Idem, p. 22-23.

31. Idem, p. 22.

32. Idem, p. 22-23.

33. Idem, p. 23.

34. FSA 2003, p. 55.

35. Idem, p. 32-33.

36. Idem, p. 15.

financiële genummerdheid van consumenten).³⁷ Het personaliseren van informatie zou er volgens het rapport toe kunnen leiden dat het document vaker gelezen wordt omdat consumenten dan het idee hebben dat het over hen gaat.³⁸ Er worden in het rapport bovendien vier factoren genoemd die een belangrijke invloed uitoefenen op het gaan lezen en begrijpen van het document, namelijk: gepercipieerde relevantie, verantwoordelijk zijn voor financiële beslissingen, toegankelijkheid van het document en begrijpelijkheid.³⁹ Meer financieel ervaren consumenten blijken het Key Features Document overigens vaak als overzichtsdocument te gebruiken.⁴⁰ Ook in rapporten van de toezichthouder die in 2007 en 2009 werden gepubliceerd en waarin vele informatiedocumenten werden geanalyseerd, uitten de rapporteurs het vermoeden dat veel documenten niet worden gelezen en dat consumenten in plaats daarvan vaak vertrouwen op de uitleg en het advies van hun adviseur.⁴¹ Er wordt geschreven dat het belangrijk is dat het document opvalt zodat het de aandacht van consumenten trekt en het vaker wordt gelezen.⁴² Daartoe worden diverse aanbevelingen geformuleerd.

Uit het **Nederlandse** onderzoek uit 2004 komt naar voren dat zes van de zeven consumenten die een Financiële Bijsluiter ontvingen, die ook daadwerkelijk gelezen hebben.⁴³ Met name consumenten die een mondelinge toelichting op het document kregen hebben het vaker gelezen.⁴⁴ Consumenten die het document niet lazen, noemen als redenen: het vertrouwen op de tussenpersoon of de adviseur, de opvatting dat dit niet nodig was, teveel tekst, te weinig interesse, geen zin of te ingewikkeld.⁴⁵ In het rapport wordt daarom geconcludeerd dat het al dan niet gaan lezen van de informatie van veel meer factoren afhankelijk is dan alleen het document.⁴⁶ Uit het onderzoek dat enkele jaren later werd uitgevoerd kwam naar voren dat slechts twee van de vijf consumenten de Financiële Bijsluiter raadpleegden voordat zij een beslissing namen over de aanschaf van een financieel product.⁴⁷ Voornamelijk consumenten die in het segment 'Beheersten' vallen, gebruiken de Financiële Bijsluiter (zie over deze segmenten uitgebreid hoofdstuk 8).⁴⁸ 'Adviesgevoeligen' bleven hierbij ver achter.⁴⁹ Met name onbekendheid en gemakzucht staan aan het gebruik van het document in de weg.⁵⁰ Anderen komen niet op

37. Idem, p. 20.

38. Idem, p. 16.

39. Idem, p. 22.

40. Idem, p. 16.

41. FSA 2007, p. 5.

42. Idem, p. 11; FSA 2009, p. 7.

43. Millward Brown/Centrum 2004, p. 23.

44. Idem.

45. Idem.

46. Idem.

47. TNS NIPO 2009, p. 4 en 12.

48. Idem, p. 12.

49. Idem.

50. Idem, p. 15.

het idee om naar de Financiële Bijsluiter op zoek te gaan of gaan ervan uit dat het voldoende is om op hun adviseur te vertrouwen.⁵¹ De Financiële Bijsluiter concurreert als informatiebron dus met de financieel adviseur, maar ook met kennis en ervaring van vrienden en familie evenals andere informatiebronnen zoals websites van aanbieders en brochures.⁵² Wederom blijkt dat 'Beheersten' meer informatiebronnen gebruiken (gemiddeld één bron meer) dan 'Adviesgevoeligen'.⁵³

In de **Duitse** rapporten van Westerheide e.a. en Tiffe e.a. wordt niet ingegaan op de vraag hoe vaak consumenten het Produktinformationsblatt voor private pensioenproducten lezen. In het rapport van Habschick e.a. over het functioneren van het Produktinformationsblatt voor financiële instrumenten wordt geschreven dat een groot deel van de consumenten die het document ontvingen het naar eigen zeggen ook heeft gebruikt.⁵⁴ Het gebruik blijkt hoger onder personen van zestig jaar en ouder, mensen met een hoog inkomen en mensen met een hoge opleiding.⁵⁵

7.2.2.2 *Draagt het document bij aan het inzichtelijk maken van financiële producten?*

De **Europese** onderzoeken zijn allebei te kwalificeren als ex ante onderzoeken en zeggen dus niet zozeer iets over het functioneren van de informatiedocumenten maar slechts over het te verwachten functioneren. Uit het onderzoek naar het informatiedocument voor icbe's blijkt dat consumenten over het algemeen de informatie uit de voorbeelddocumenten goed begrijpen.⁵⁶ Vooral mensen met financiële kennis, ervaring met investeren en een hoger inkomen geven vaker correcte antwoorden.⁵⁷ Echter, zelfs ervaren beleggers blijken niet in staat te zijn om alle informatie te begrijpen.⁵⁸ Hoewel niet alles begrijpelijk is, zouden consumenten wel allemaal hun voordeel kunnen doen met het document. Het zou hen namelijk in staat stellen om aan de hand van de belangrijkste kenmerken van een financieel product een snelle vergelijking te maken tussen producten en vragen voor te bereiden voor hun financieel adviseur.⁵⁹ Intermediairs zijn in dit onderzoek echter sceptisch over de effectiviteit van het informatiedocument. Volgens hen zouden consumenten liever afgaan op het advies van een tussenpersoon in plaats van dat zij moeite doen om zich in een document te verdiepen (zie hoofdstuk 8 over de motivatie van beleggers). Uit het ex ante onderzoek naar het Key Information Document komt naar voren dat consumenten een voorkeur hebben voor meer gedetail-

51. Idem, p. 16.

52. Idem, p. 11 en 17.

53. Idem, p. 12.

54. Habschick e.a. 2012, p. 8.

55. Idem.

56. IFF Research & YouGov 2009, p. 142.

57. Idem, p. 64, 66 en 69.

58. Idem, p. 148.

59. Idem, p. 8 en 147.

leerde informatie, terwijl zij door de meer eenvoudige informatie juist beter in staat zijn om producten te begrijpen en te vergelijken.⁶⁰

De Europese onderzoeken maken in ieder geval duidelijk dat de mate waarin consumenten informatie begrijpen per land verschilt.⁶¹ Zo hebben consumenten uit Zweden en Duitsland over het algemeen minder moeite met het begrijpen van de informatie dan consumenten uit Spanje.⁶² Deze constatering is relevant in het licht van de Europese informatiedocumenten. Deze zijn namelijk vanwege de standaardisatie uniform voor alle beleggers, ongeacht dergelijke verschillen.

Het **Engelse** onderzoek is minder optimistisch over de mate waarin het Key Features Document financiële producten voor consumenten begrijpelijk maakt. Naast de constatering dat het document vrijwel niet gelezen wordt, zou het bovendien veelal niet begrijpelijk zijn. Aan de begrijpelijkheid stonden onder meer technische termen, lange zinnen met weinig interpuncties en moeilijke woorden in de weg.⁶³ Bovendien bleek dat consumenten de grote hoeveelheid informatie in het document verwarrend te vinden.⁶⁴ Zelfs de consumenten die het document wel lazen, gaven aan dat het veelal geen invloed had op hun beslissing omdat a) de consument vertrouwde op de aanbeveling van de financieel adviseur, b) de consument al had gekozen voor het product en de aanbieder op het moment dat hij of zij het document las en c) de consument al een sterke voorkeur had voor een bepaald product of een bepaalde aanbieder op basis van de weergaven van de in het verleden behaalde resultaten.⁶⁵ Ook de analyse van informatiedocumenten leidt voor onderzoekers tot de conclusie dat consumenten het document veelal niet zullen begrijpen.

De resultaten van de **Nederlandse** onderzoeken zijn iets optimistischer. In het in 2004 uitgevoerde onderzoek naar de Financiële Bijsluiter wordt geconcludeerd dat meer dan de helft van de consumenten van mening was dat het document het product enigszins of precies duidelijk maakte.⁶⁶ Er blijken echter ook belemmeringen te bestaan voor de begrijpelijkheid, namelijk a) het document was onduidelijk waardoor er veel vragen overbleven, b) het document was moeilijk te lezen door complex taalgebruik, c) het document was te algemeen, d) het document bevatte te veel tekst en e) er was mondelinge uitleg nodig.⁶⁷ In het rapport van TNS NIPO dat enkele jaren later verscheen, concluderen de onderzoekers zelfs dat het document erin slaagt om financiële producten begrijpelijk te maken en dat dus deze doelstelling van het document is gehaald.⁶⁸

60. London Economics & Ipsos 2015, p. xii en 199.

61. Idem, p. 123.

62. IFF Research & YouGov 2009, p. 47-130.

63. FSA 2000, p. 19.

64. Idem, p. 15.

65. FSA 2000, p. 22.

66. Millward Brown/Centrum 2004, p. 21.

67. Idem.

68. TNS NIPO 2009, p. 12.

Het rapport van Westerheide naar een **Duits** informatiedocument geeft niet echt duidelijk antwoord op de vraag of een kort informatiedocument bijdraagt aan de begrijpelijkheid van financiële producten. Wel komt naar voren dat consumenten betwijfelen of zij daardoor, zelfs na verbetering van het document, in staat worden gesteld om gefundeerde beslissingen te nemen over de aanschaf van een financieel product. Zij verwachten dat de lage financiële kennis van consumenten en de complexiteit van producten daaraan in de weg staat.⁶⁹ Het onderzoek van Tiffe e.a. (2012) stelde testvragen over het informatiedocument en betreft aldus onderzoek in een gecontroleerde setting. Veel consumenten blijken dan in staat te zijn om op basis van een document producten te begrijpen.⁷⁰ Echter, Habschick e.a. 2012 komt na analyse van informatiedocumenten voor financiële instrumenten tot de conclusie dat deze niet voldeden aan de wettelijke vereisten ten aanzien van de begrijpelijkheid.⁷¹ Slechts 56% van de consumenten gaf op de objectieve testvragen een juist antwoord.⁷² Aan de begrijpelijkheid stond in de weg dat het document onvoldoende concrete informatie, onjuiste informatie en moeilijke of onjuiste voorbeelden bevatte.⁷³ Daarnaast waren er in de documenten vaak jargon en moeilijke, lange zinnen opgenomen. Het document bleek vooral voor leken, zoals consumenten, moeilijk te begrijpen.⁷⁴

7.2.2.3 *Draagt het document bij aan het vergelijken van financiële producten?*

In de **Europese** onderzoeken werd alleen bestudeerd in hoeverre consumenten op basis van voorbeelddocumenten in staat waren om vragen te beantwoorden waarbij zij producten met elkaar moesten vergelijken. Deze onderzoeken zeggen dus niet zozeer iets over het gebruik van een informatiedocument in de praktijk. Wel blijkt uit het onderzoek naar het Key Investor Information Document voor icbe's dat de meer ervaren beleggers het document vermoedelijk gaan gebruiken om in de oriëntatiefase snel producten met elkaar te kunnen vergelijken.⁷⁵ Op vragen waarin producten met elkaar vergeleken moeten worden, blijkt gemiddeld ongeveer de helft van de respondenten een juist antwoord te geven. Het tweede Europese rapport voegt hieraan toe dat eenvoudige informatie beleggers het beste helpt bij het vergelijken van producten.⁷⁶ Mensen met een lage of gemiddelde financiële geletterdheid blijken bovendien de vragen waarbij producten met elkaar vergeleken moeten worden minder vaak juist te beantwoorden dan mensen met een hoge financiële geletterdheid.⁷⁷

69. Westerheide e.a. 2010, p. 7.

70. Tiffe e.a. 2012, p. 28.

71. Habschick e.a. 2012, p. 10.

72. Idem, p. 35.

73. Idem, p. 10 en 12.

74. Idem, p. 13.

75. IFF Research & YouGov 2009, p. 8 en 147.

76. London Economics & Ipsos 2015, p. xii en 199.

77. Idem, p. 125-126.

In **Engeland** lijkt de effectiviteit van informatiedocumenten ten aanzien van het vergelijken van financiële producten niet groot. Er wordt geconcludeerd dat consumenten vaak niet op zoek gaan naar informatie en producten weinig met elkaar vergelijken.⁷⁸ Er worden hiervoor diverse oorzaken geopperd.⁷⁹ Zo zouden sommige consumenten ervan uitgaan dat alle aanbieders hetzelfde zijn of verwachten zij dat hun financieel adviseur producten vergelijkt omdat zij dit geen taak van de consument vinden.⁸⁰ Uit het in 2003 gepubliceerde onderzoek blijkt dat consumenten die producten vergelijken daarvoor meestal gebruik maken van internet en financiële pagina's in kranten.⁸¹ Consumenten die geen producten vergelijken, zouden zich bij hun keuze voor een product vooral laten leiden door de bekendheid van een bedrijfsnaam of het advies van een financieel adviseur.⁸²

Uit het onderzoek naar de **Nederlandse** Financiële Bijsluiter in 2004 bleek dat ongeveer tweederde van de consumenten naar eigen zeggen twee financiële producten met elkaar heeft vergeleken.⁸³ Minder dan tien procent van de consumenten vergeleek meerdere producten met elkaar.⁸⁴ Dat het bijna nooit gebeurde dat er meerdere producten met elkaar werden vergeleken wordt in het rapport verklaard door het feit dat slechts weinig consumenten de Financiële Bijsluiter van meerdere producten hadden ontvangen. Consumenten die wel Financiële Bijsluiters met elkaar vergeleken, zeggen echter veelal dat dit hen niet heeft geholpen bij het vergelijken van financiële producten.⁸⁵ Daarnaast voegde de Financiële Bijsluiter volgens een kleine meerderheid van de consumenten niets toe of heeft het de beslissing over de aanschaf van een financieel product niet beïnvloed.⁸⁶ Ook intermediairs en aanbieders zijn sceptisch over de rol van de Financiële Bijsluiter in het aankoopproces.⁸⁷ Enkele jaren later, in 2009, zijn consumenten positiever over het vergelijken van financiële producten met behulp van de Financiële Bijsluiter. Maar liefst negen van de tien consumenten is dan van mening dat de Financiële Bijsluiter hen heeft geholpen bij het vergelijken.⁸⁸ Een verklaring voor dit grote verschil is volgens de onderzoekers dat het document na wijziging van de voorschriften onder andere gemakkelijker verkrijgbaar was. Vooral voor consumenten met beperkte

78. FSA 2003, p. 32.

79. FSA 2000, p. 14.

80. Als reden om geen producten te vergelijken wordt in FSA 2003, p. 33 ook genoemd dat consumenten van mening zijn dat de verschillen tussen aanbieders maar klein zijn.

81. FSA 2003, p. 34. Aangezien het gebruik van internet sindsdien is toegenomen is het aannemelijk dat het aantal consumenten dat voor het vergelijken van producten gebruik maakt van internet eveneens is toegenomen.

82. FSA 2003, p. 33.

83. Millward Brown/Centrum 2004, p. 16.

84. Idem, p. 24.

85. Dit was bijvoorbeeld slechts volgens 5% van de consumenten die meerdere Financiële Bijsluiters met elkaar vergeleken het geval.

86. Millward Brown/Centrum 2004, p. 25.

87. Idem, p. 47 en 63.

88. TNS NIPO 2009, p. 23.

financiële kennis bleek de Financiële Bijsluiter meerwaarde te hebben.⁸⁹ Zij zagen vanwege de grote hoeveelheid informatie die beschikbaar was over financiële producten vaak door de bomen het bos niet meer en de Financiële Bijsluiter was voor hen daarbij een uitkomst.

Het **Duitse** onderzoek van Westerheide e.a. gaat niet concreet in op de vraag in hoeverre het informatiedocument financiële producten vergelijkbaar maakt. In het kader van de vergelijkbaarheid is het wel relevant dat uit het rapport blijkt dat consumenten vaak het gevoel hebben dat zij worden overspoeld met informatie en dat zij deze informatie vaak onvoldoende transparant vinden.⁹⁰ Dit staat mogelijk aan het vergelijken van producten in de weg.⁹¹ Wel wordt een kort en begrijpelijk Produktinformationsblatt door velen als een oplossing gezien voor de destijds bestaande intransparantie en de grote hoeveelheid informatie.⁹² Uit het onderzoek van Tiffe e.a. blijkt dat consumenten over het algemeen in staat zijn om de vragen waarmee de vergelijkbaarheid van voorbeelddocumenten wordt getest correct te beantwoorden.⁹³ Het is uiteraard maar de vraag of vergelijkbare resultaten behaald zullen worden in de werkelijkheid. Habschick concludeerde op basis van een analyse van documenten voor financiële instrumenten dat het doel van vergelijkbaarheid niet was bereikt omdat ongeveer de helft van de documenten niet voldeed aan de wettelijke eisen.⁹⁴ Aan het vergelijken stond volgens het rapport in de eerste plaats de heterogeniteit van documenten in de weg.⁹⁵ Daarnaast bleken de gebruikte termen in verschillende documenten verschillende betekenissen te hebben.⁹⁶ In de derde plaats was er onvoldoende transparantie over de methoden en aannames van bijvoorbeeld indeling in risicoklasse.⁹⁷

7.2.2.4 *Kortom*

De resultaten ten aanzien van het gebruik van het informatiedocument blijkt op alle punten, namelijk het gaan lezen, het begrijpen en het vergelijken van elkaar te verschillen.

Uit het Engelse onderzoek blijkt dat een groot deel van de consumenten het document niet leest. In Nederland zouden echter volgens het in 2004 uitgevoerde onderzoek zes van de zeven consumenten de Financiële Bijsluiter lezen. Enkele jaren later waren de resultaten minder rooskleurig, aangezien toen slechts twee van de vijf consumenten de Financiële Bijsluiter raadpleegden voordat zij een

89. Idem, p. 17 en 18.

90. Westerheide e.a. 2010, p. 6 en 74.

91. Een dergelijke conclusie wordt in het rapport echter niet met zoveel woorden getrokken.

92. Westerheide e.a. 2010, p. 6.

93. Tiffe e.a. 2012, p. 28.

94. Habschick e.a. 2012, p. 10. Er kunnen kritische kanttekeningen worden geplaatst bij deze conclusie, zoals: stelt een document dat aan de wettelijke eisen voldoet consumenten wel in staat om producten met elkaar te vergelijken?

95. Habschick e.a. 2012, p. 14.

96. Idem, p. 14-15.

97. Idem, p. 15.

beslissing namen over de aanschaf van een financieel product. In de Duitse rapporten wordt niet zoveel geschreven over het gebruik van informatiedocumenten. Slechts uit één onderzoek kwam naar voren dat een groot deel van de consumenten die een Produktinformationsblatt ontvingen het daadwerkelijk heeft gebruikt.

Uit de Europese ex ante onderzoeken blijkt onder meer dat consumenten de informatie in de voorbeelddocumenten redelijk goed begrijpen. Dit geldt vooral als de informatie eenvoudig en weinig gedetailleerd is. Echter, zelfs de meest ervaren beleggers blijken niet in staat te zijn om alle informatie in het document te begrijpen. De mate waarin consumenten het document begrijpelijk vinden, verschilt bovendien per land. Het Engelse document zou volgens consumenten en intermediairs echter onbegrijpelijk zijn. Bovendien bleek het document zelden de aankoopbeslissing beïnvloed te hebben. In Nederland zijn de resultaten beter. Er wordt zelfs in 2009 geconcludeerd dat de Financiële Bijsluiter zijn doelstelling wat betreft de begrijpelijkheid heeft gehaald. Desalniettemin blijken er ook dan nog vele belemmeringen te bestaan voor de begrijpelijkheid.

Ongeveer de helft van de participanten beantwoordt de testvragen met betrekking tot de vergelijkbaarheid van enkele Europese voorbeelddocumenten en onderdelen daarvan correct. Echter, in Engeland blijkt het Key Features Document vrijwel niet bij te dragen aan het vergelijkbaar maken van financiële producten. Wederom zijn de resultaten in Nederland beter. Hoewel in 2004 de Financiële Bijsluiter nog niet echt leek bij te dragen aan het vergelijkbaar maken van financiële producten is dit na wijziging van de regels in positieve zin veranderd. In Duitsland wordt een kort informatiedocument in één van de onderzoeken als oplossing gezien voor de grote hoeveelheid intransparante informatie die over financiële producten beschikbaar is. Consumenten blijken veelal in staat te zijn om testvragen over voorbeelddocumenten goed te beantwoorden. Of dit in de praktijk ook zo is, valt uiteraard te bezien. Een ander Duits onderzoek acht het document minder veelbelovend in het vergelijkbaar maken van financiële producten hetgeen leidt tot de conclusie dat het document deze wettelijke doelstelling niet haalt.

7.2.3 *Inhoud en vormgeving van het document*

7.2.3.1 *Onderdelen die consumenten relevant vinden*

Uit **Europees** onderzoek naar het Key Investor Information Document blijkt dat consumenten belang hechten aan de risico's, opbrengsten, doelen en de beleggingsstrategie.⁹⁸ Aan deze informatieonderdelen besteden zij eveneens de meeste aandacht. Informatie over in het verleden behaalde resultaten en de kosten vinden ze minder belangrijk. Toch is het volgens het rapport onwenselijk om deze informatie uit het document te halen. Consumenten zouden informatie over in het ver-

98. IFF Research & YouGov 2009, p. 139.

leden behaalde resultaten namelijk wel verwachten in een dergelijk document.⁹⁹ Wanneer deze informatie ontbreekt zou dit er volgens het rapport toe leiden dat consumenten het document minder gebruiken.¹⁰⁰

Uit het onderzoek van de **Engelse** toezichthouder naar het Key Features Document blijkt eveneens dat het van groot belang is dat de inhoud aansluit bij hetgeen consumenten belangrijk vinden.¹⁰¹ Dat de inhoud van het document daaraan niet voldeed, werd in 2000 als een belangrijke reden gezien voor het feit dat het document niet bijdroeg aan het nemen van een goed geïnformeerde beslissing over de aanschaf van een financieel product.¹⁰² In het onderzoek bestempelden consumenten de informatie over opbrengsten en verplichtingen als cruciaal.¹⁰³ Deze informatie bleek destijds echter niet in het document te staan. Consumenten geven in dit onderzoek aan dat ze weinig waarde hechten aan de in het verleden behaalde resultaten van het financiële product.¹⁰⁴ In 2003 wordt wederom geconcludeerd dat de informatie die consumenten belangrijk vinden niet in het Key Features Document staat, namelijk a) informatie over de prestaties van het financiële product, b) informatie die helpt in te schatten hoe geschikt het product voor hen is en die hen helpt om de opbrengsten van het product te berekenen en c) vermelding waar meer informatie verkregen kan worden.¹⁰⁵ Bij het vergelijken van producten zouden zij de meeste waarde hechten aan de opbrengsten van het financiële product.¹⁰⁶ Zij zijn eveneens benieuwd naar de in het verleden behaalde resultaten, hoewel ervaren beleggers veelal weten dat dit geen garantie is voor de toekomst.¹⁰⁷

Nederlandse consumenten bleken in 2004 met name in de volgende informatie-onderdelen geïnteresseerd: a) de risico's, b) de verplichtingen van de consument, c) wat het product inhoudt, d) de mogelijkheid om uit het product te stappen en e) de gevolgen in geval van overlijden.¹⁰⁸ De onderzoekers waren verbaasd dat informatie over 'Kosten' en 'Rendementen' niet in de top vijf van belangrijkste onderwerpen stond.¹⁰⁹ Consumenten vinden informatie over de instantie die toezicht houdt op de Financiële Bijsluiter of hoe meer informatie verkregen kan worden ook niet van belang.¹¹⁰

99. Idem, p. 89.

100. Idem.

101. In Westerheide e.a. 2010, p. 140 staat iets vergelijkbaars, namelijk dat het belangrijk is dat het document alle informatie bevat die van belang is bij het nemen van een aankoopbeslissing.

102. FSA 2000, p. 15.

103. Idem, p. 17.

104. Idem, p. 18-19.

105. FSA 2003, p. 35-36.

106. Idem, p. 33.

107. Idem, p. 35.

108. Millward Brown/Centrum 2004, p. 26.

109. Idem, p. 27.

110. Idem.

Duitse consumenten geven aan dat zij met name informatie over de risico's en opbrengsten belangrijk vinden.¹¹¹ Volgens hen dient het document in ieder geval een productbeschrijving en informatie over de risico's, belangrijkste kenmerken, kosten en opbrengsten te bevatten.¹¹²

7.2.3.2 *Presentatie van informatie*

Visuele weergaven: tabellen, grafieken, risicoindicator

Uit **vrijwel alle onderzoeken** komt naar voren dat consumenten een grafische weergave van informatie, zoals de risico's, verkiezen boven een tekstuele beschrijving.¹¹³ Zo zou het gebruik van een tabel de aandacht trekken en consumenten prikkelen om de informatie daarin te gaan lezen.¹¹⁴ Visuele aspecten lijken er bovendien toe te leiden dat consumenten het document intensiever lezen.¹¹⁵ Ook geeft het snel informatie.¹¹⁶ Consumenten zouden een grafische weergave bovendien minder bedreigend vinden dan een tekstuele beschrijving.¹¹⁷ Volgens het onderzoek van de Engelse toezichthouder in 2003 leidt het er bovendien toe dat consumenten de informatie die boven en onder de tabel staat gaan lezen.¹¹⁸ In het Europese onderzoek naar de Essentiële Beleggersinformatie werd daarentegen geconcludeerd dat consumenten de tekst onder een tabel juist niet lezen.¹¹⁹ Dit is wederom een voorbeeld van tegenstrijdige onderzoeksbevindingen.

Een grafische weergave blijkt soms wel lastig te begrijpen voor consumenten. Uit het in 2009 uitgevoerde onderzoek naar de Financiële Bijsluiting komt bijvoorbeeld naar voren dat consumenten de risico-indicator vaak niet snappen en niet weten hoe ze die moeten interpreteren.¹²⁰ Voor sommigen is het niet duidelijk wat het verschil is tussen groot en zeer groot risico.¹²¹ Anderen hebben moeite met het lezen van grafieken.¹²²

Vraag- en antwoordvorm

In **een aantal onderzoeken** komt naar voren dat consumenten het prettig vinden als de informatie in *vraag- en antwoordvorm* wordt weergegeven.¹²³ In het eerste Engelse onderzoek naar het Key Features Document wordt dit geconcretiseerd,

111. Tiffe e.a. 2012, p. 26.

112. Idem, p. 27.

113. FSA 2003, p. 237; en Millward Brown/Centrum 2004, p. 33-36.

114. FSA 2003, p. 40-41 en IFF Research & YouGov 2009, p. 8 en 148.

115. IFF Research & YouGov 2009, p. 139.

116. FSA 2003, p. 40-41.

117. IFF Research & YouGov 2009, onder andere p. 52, 84 en 86.

118. FSA 2003, p. 41.

119. IFF Research & YouGov 2009, p. 8.

120. TNS NIPO 2009, p. 20.

121. Idem.

122. Idem.

123. Bijvoorbeeld FSA 2009, p. 8 en FSA 2007, p. 17.

namelijk dat met name minder zelfverzekerde en minder ervaren beleggers dit prettig vinden.¹²⁴ Het presenteren van de informatie in vraag- en antwoordvorm zou het voor consumenten gemakkelijker maken om de informatie op zichzelf te betrekken.¹²⁵ Consumenten zouden het document daardoor vaker lezen en het vinden van informatie is vermoedelijk ook makkelijker doordat het wordt weergegeven in kleinere stukken tekst.¹²⁶ Volgens het rapport is het wel belangrijk dat wordt aangesloten bij de vragen die consumenten zelf zouden stellen.¹²⁷

Bulletpoints

Uit **diverse onderzoeken** blijkt dat consumenten het puntsgewijs en met behulp van *bulletpoints* opsommen van informatie verkiezen boven een doorlopende tekst.¹²⁸ Dit zorgt er namelijk voor dat de informatie in korte stukken tekst wordt gepresenteerd.¹²⁹

Volgorde van de informatie

Het in 2003 door de **Engelse** toezichthouder gepubliceerde rapport besteedt aandacht aan de *plaats van informatie in het document*. Volgens het rapport is de plaats waarop informatie in het document is opgenomen van belang.¹³⁰ Er wordt beschreven hoe consumenten de eerste pagina van het Key Features Document bekijken. Consumenten blijken normaal gesproken naar de titel boven de pagina te kijken en richten vervolgens hun aandacht op de rechterzijde van het papier.¹³¹ Tekst die boven de titel van het document staat, zou dus niet vaak worden opgemerkt.¹³² Dit zou ook gelden voor tekst onder de titel.¹³³ Bovendien blijkt dat consumenten een voorkeur hebben voor een document dat begint met een algemene instructie en dat vervolgens steeds gedetailleerder wordt.¹³⁴ Enkele jaren later schrijft de toezichthouder dat de structuur en de inhoud van het document consumenten in staat moet stellen om inzicht te krijgen in de belangrijkste kenmerken van een financieel product.¹³⁵ Een duidelijke structuur wordt daarvoor van belang geacht.¹³⁶ Zo dient de belangrijkste informatie bij voorkeur in het begin te staan en de minder belangrijke informatie aan het eind. Een dergelijke volgorde wordt, meer gedetailleerd, ook bepleit in het **Duitse** onderzoek van Westerheide e.a. uit 2010, namelijk een

124. FSA 2000, p. 15.

125. FSA 2003, p. 23.

126. Idem.

127. Idem, p. 24.

128. FSA 2007, p. 24, FSA 2003, p. 24 en Millward Brown/Centrum 2004, p. 28-33.

129. FSA 2003, p. 24.

130. Idem, p. 22.

131. Idem.

132. Idem.

133. IFF Research & YouGov 2009, p. 8.

134. FSA 2003, p. 40.

135. FSA 2007, p. 14.

136. FSA 2009, p. 8.

eerste onderdeel met de belangrijkste informatie over het financiële product, een tweede deel met aanvullende informatie die consumenten kan helpen om in te schatten of het product voor hem geschikt is, wat de belegging inhoudt en wat de beleggingsstrategie is en een derde deel met informatie over de ontwikkeling van het vermogen.¹³⁷

Ook in het **Europese** onderzoek naar het KIID wordt aandacht besteed aan de volgorde van de informatie. Uit dit onderzoek blijkt dat consumenten subtiële informatie vaak niet goed tot zich nemen.¹³⁸ Daarom zou het volgens het rapport wenselijk zijn dat de belangrijkste informatie in ieder geval op een prominente plaats in het document wordt opgenomen.¹³⁹

7.2.3.3 *Aard van de informatie: algemene of persoonlijke informatie*

Diverse malen komt uit de evaluatieonderzoeken naar voren dat de informatie in het document te algemeen van aard is.¹⁴⁰ Concretere informatie zou de begrijpelijkheid van deze documenten naar verwachting ten goede kunnen komen. Algemene informatie geeft consumenten namelijk naar verwachting onvoldoende het besef dat zij het risico lopen om geld te verliezen. Bovendien willen consumenten graag weten wat het product concreet toegesneden op hun eigen situatie inhoudt.¹⁴¹

Uit het **Duitse** onderzoek van Habschick e.a. 2012 blijkt dat consumenten van mening verschillen over de gedetailleerdheid van de informatie die zij wensen. Zo zegt een kleine meerderheid van de consumenten dat zij gedetailleerde en volledige informatie willen, terwijl de rest aangeeft dat wat hen betreft alleen de meest belangrijke informatie in het document opgenomen hoeft te worden.¹⁴² Ook in het **Europese** onderzoek naar het Key Information Document doet zich een tegenstrijdigheid voor. Enerzijds geven veel consumenten aan dat zij een voorkeur hebben voor gedetailleerde informatie. Anderzijds blijkt uit de testvragen dat meer informatie en een grotere gedetailleerdheid leidt tot het slechter begrijpen en vergelijken van producten.¹⁴³

In **Engeland** werd in 2003 onderzoek gedaan naar een informatieonderdeel met persoonlijke gegevens van de consument, een zogeheten *personal details box*.¹⁴⁴ Een dergelijk informatieonderdeel blijkt de opvallendheid van het document te bevorderen, draagt er bovendien toe bij dat consumenten het idee hebben dat het document over hen gaat en zorgt ervoor dat het vaker gelezen wordt.¹⁴⁵ Vaak wordt

137. Westerheide e.a. 2010, p. 14.

138. IFF Research & YouGov 2009, p. 8.

139. Idem.

140. Bijvoorbeeld FSA 2000, p. 18-19.

141. FSA 2000, p. 16.

142. Habschick e.a. 2012, p. 10.

143. London Economics & Ipsos 2015, p. xii en 199.

144. FSA 2003, p. 15.

145. Idem, p. 15-16.

dergelijke persoonlijke informatie door consumenten bovendien als eerste gelezen om op basis daarvan andere informatie beter te kunnen begrijpen.¹⁴⁶

Standaardisatie

In **enkele onderzoeken** wordt het belang van standaardisatie benadrukt.¹⁴⁷ Desalniettemin wordt ook betwijfeld of standaardisatie mogelijk is vanwege onder meer de verschillen tussen producten.¹⁴⁸

7.2.3.4 *Kortom*

Uit de onderzoeken vloeit voort dat het van belang is dat de inhoud van het document aansluit bij de informatiebehoeften van beleggers. Over het algemeen willen beleggers graag informatie over de risico's, opbrengsten en hun verplichtingen. Informatie over in het verleden behaalde resultaten en kosten wordt in enkele onderzoeken minder relevant geacht. Opvallend is wel dat in andere onderzoeken de in het verleden behaalde resultaten en de kosten juist wel als belangrijke informatieonderwerpen worden gezien. Wat beleggers belangrijke informatie vinden, verschilt dus per onderzoek. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat beleggers verschillende preferenties hebben (zie hoofdstuk 8). Een alternatieve verklaring is het feit dat de methodologische kwaliteit van evaluatieonderzoek te wensen over laat (zie hierna paragraaf 7.3), hetgeen op dit punt wellicht tot uiting komt in uiteenlopende onderzoeksresultaten.

Visuele weergaven blijken vele voordelen te hebben. Ook het in vraag- en antwoordvorm en met behulp van bulletpoints weergeven van de informatie lijkt wenselijk te zijn. De plaats van informatie in het document is eveneens belangrijk. De belangrijkste informatie dient op een opvallende plaats in het document te worden opgenomen, zoals aan het begin van het document. Veel documenten bevatten algemene informatie. Concretere informatie en informatie die is toegesneden op de persoon van de belegger blijken echter de voorkeur te verdienen. Standaardisatie lijkt eveneens gewenst, met name in verband met de vergelijkbaarheid.

7.2.4 *Aanbevelingen voor evaluatieonderzoek*

In de rapporten worden diverse aanbevelingen gedaan voor de informatiedocumenten zodat deze documenten consumenten beter helpen bij het begrijpen en vergelijken van financiële producten. Deze kunnen worden herschreven tot vijftien aanbevelingen. Dit overzicht is in de eerste plaats van belang om de effectiviteit van informatiedocumenten ten aanzien van het begrijpen en vergelijken van financiële producten te verbeteren. In de tweede plaats brengt het overzichtelijk bijeen wat reeds bekend is over de wijze waarop het functioneren van informatie-

146. Idem, p. 20.

147. Tiffe e.a. 2012, p. 27 en Westerheide e.a. 2010, p. 26 en 70.

148. Westerheide e.a. 2010, p. 6 en 75.

documenten bevorderd kan worden. De aanbevelingen komen namelijk herhaaldelijk naar voren in de diverse rapporten. Een overzicht daarvan kan derhalve behulpzaam zijn voor wetgevers. Bovendien kan het voorkomen dat in de onderzoeken naar deze documenten telkens het wiel uitgevonden moet worden en kan het een aanzet vormen voor vervolgonderzoek. De vijftien aanbevelingen luiden als volgt:

1. Het document dient in de oriëntatiefase verstrekt te worden of beschikbaar te zijn zodat het invloed kan hebben op de aankoopbeslissing.
2. De unieke aard van het document, namelijk de objectiviteit, dient duidelijk te zijn en het gebruik van het document moet gestimuleerd worden.
3. Het document moet informatie verschaffen over hetgeen beleggers belangrijk vinden.
4. Het dient een kort document te zijn van één of twee pagina's van A4-formaat.
5. Het document dient een logische opbouw te hebben, waarbij belangrijke informatie een prominente plaats krijgt.
6. De tekst moet goed leesbaar zijn, onder andere door een prettig leesbare lettergrootte.
7. De informatie dient zo eenvoudig en begrijpelijk mogelijk te zijn.
8. Het document dient gestandaardiseerd te zijn in verband met onder meer de herkenbaarheid en de vergelijkbaarheid.
9. Concrete informatie verdient de voorkeur boven algemene informatie.
10. Informatie dient zoveel als mogelijk gepersonaliseerd te worden.¹⁴⁹
11. Het opsommend weergeven van informatie door middel van bijvoorbeeld bulletpoints verdient de voorkeur boven een doorlopende tekst.
12. Consumenten vinden het prettig als de informatie wordt gepresenteerd in vraag- en antwoordvorm.
13. Een visuele weergave verdient de voorkeur boven een tekstuele weergave.
14. Het taalgebruik moet begrijpelijk zijn, jargon moet worden vermeden, terminologie dient eenduidig te worden gebruikt en zinnen moeten eenvoudig zijn.
15. Kleurgebruik kan de aantrekkelijkheid van het document verhogen.

7.3 DE METHODOLOGISCHE KWALITEIT VAN DE EVALUATIEONDERZOEKEN

Om te bepalen met hoeveel zekerheid er conclusies getrokken kunnen worden uit de resultaten van de beschreven onderzoeken, is het van belang om de kwaliteit van deze onderzoeken vast te stellen. In deze paragraaf zullen allereerst de criteria uiteengezet worden aan de hand waarvan de evaluatieonderzoeken werden beoordeeld. Vervolgens zal een overzicht worden gegeven van de methodologische

149. Dit kan echter botsen met de standaardisatie en kan onmogelijk zijn wanneer een document altijd beschikbaar moet zijn op bijvoorbeeld de website van de aanbieder. Toch lijkt het toesnijden van de informatie op de persoon van de belegger gunstige effecten te hebben.

kwaliteit van de evaluatieonderzoeken, die dus gebaseerd is op de uitgebreide beoordeling per evaluatieonderzoek (die is opgenomen in het boek 'Informatiedocumenten onder de loep. Juridische aspecten en de praktijk van precontractuele informatie over complexe financiële producten' van de auteur dat in 2018 zal verschijnen). De methodologische kwaliteit van de evaluaties blijkt op diverse punten tekort te schieten. Tevens zullen diverse aanbevelingen worden gedaan voor toekomstig evaluatieonderzoek.

7.3.1 *Beoordelingscriteria*

7.3.1.1 *Aard van de evaluatie*

Wetsevaluaties kunnen worden onderscheiden in:¹⁵⁰

- Ex ante evaluaties: de nadruk ligt op het vooraf nadenken over de werking van een wet op basis van vastgestelde criteria.
- Ex post evaluaties: naar aanleiding van vastgelegde criteria wordt achteraf nagegaan wat de resultaten van de wet zijn.

Ex post evaluatieonderzoeken kunnen vervolgens worden ingedeeld op basis van het evaluatietype. Klein Haarhuis en Niemeijer onderscheiden vijf van dergelijke evaluatietypen.¹⁵¹ Allereerst de *procesevaluatie* waarbij het proces van de toepassing van de wet in de praktijk wordt bestudeerd. Het tweede type is de *evaluatie van doelbereiking* waarbij wordt onderzocht in hoeverre bepaalde wettelijke doelstellingen zijn bereikt.¹⁵² In de derde plaats wordt bij *effectiviteitsonderzoek* bestudeerd in hoeverre de interventies in de wet hebben bijgedragen aan de doelbereiking. Ten vierde worden bij een *effectenevaluatie* zowel de beoogde effecten als de neveneffecten in kaart gebracht. Tot slot staat in *efficiëntieonderzoek* de verhouding tussen de kosten en de effectiviteit van de wet centraal.

Evaluatieonderzoek kan zowel empirisch onderzoek als juridisch-technisch onderzoek zijn. Bij empirisch onderzoek staat de werking van de wet centraal. Wanneer juridisch-technisch onderzoek wordt gedaan, dan ligt de nadruk juist op de inhoud en de kwaliteit van de wet. De hierna te beoordelen onderzoeken zijn allemaal te bestempelen als empirisch onderzoek. Dit is op zich niet verbazingwekkend. Zo concluderen Klein Haarhuis en Niemeijer dat onder de wetsevaluaties het empirisch onderzoek domineert.¹⁵³

150. Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 30.

151. Idem, p. 30-31 en 60-61. Zie over doelbereikingsbenadering, effectiviteitsbenadering en effectenbenadering ook Winter 2002, p. 10-13.

152. Hierbij hoeft niet vastgesteld te worden of de eventuele doelbereiking gelieerd is aan het gevoerde beleid.

153. Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 61. Daarnaast wijst Winter erop dat in ongeveer vijftig procent van de wetsevaluaties een juridische analyse in het geheel ontbreekt: Winter 2002, p. 16 en eerder: Winter, Scheltema & Herweijer 1990, p. 228.

Zoals uit hetgeen hiervoor is geschreven reeds blijkt, zijn er diverse onderscheidingen mogelijk al naar gelang de aard van het evaluatieonderzoek. In de praktijk is het vaak moeilijk om een evaluatieonderzoek onder een van de genoemde evaluatietypen te scharen. In veel gevallen is er namelijk sprake van overlap tussen verschillende typen en is een wetsevaluatie bijvoorbeeld aan te merken als doelbereiking en procesevaluatie. Desalniettemin zal getracht worden om de diverse onderzoeken overeenkomstig genoemde onderscheidingen te classificeren.

7.3.1.2 *Methodologische kwaliteit*

Nadat de aard van de evaluatie is geassocieerd zoals hiervoor werd beschreven, zal de methodologische kwaliteit van de evaluatieonderzoeken worden getoetst. Dit zal worden gedaan op basis van de validiteit, interne validiteit en betrouwbaarheid.

Validiteit

Het criterium van validiteit heeft betrekking op de algemene geldigheid van het evaluatieonderzoek, met andere woorden: meet de onderzoeker wat hij wil meten.¹⁵⁴ Daartoe is het allereerst van belang dat de centrale vraag- of doelstelling van het onderzoek duidelijk is geformuleerd.

Voor het beoordelen van de validiteit van een onderzoek, worden in de literatuur vaak vier criteria geformuleerd, namelijk:¹⁵⁵

- *Statistische validiteit*: de mate waarin er een verband is tussen twee variabelen.
- *Interne validiteit*: de correctheid van de redenering in het onderzoek.
- *Constructvaliditeit*: of het te meten begrip voldoende is uitgewerkt in de empirische indicatoren die ermee samenhangen. Centraal staat in een dergelijk geval of de indicator de lading van het begrip in voldoende mate dekt.
- *Externe validiteit*: in hoeverre de onderzoeksresultaten gegeneraliseerd kunnen worden naar bijvoorbeeld personen, instellingen, situaties, plaatsen en tijden. Hierbij is het met name van belang in hoeverre de steekproef representatief is voor de populatie.

Deze criteria zijn voornamelijk gericht op evaluatieonderzoek waarbij de toetsing van de effectiviteit van tastbare interventies centraal staat. Echter, veel beleidsonderzoek richt zich veeleer op uitvoeringsprocessen en doelbereiking. Voor dergelijk onderzoek heeft Van der Zee het begrip *methodologische validiteit* geïntroduceerd.¹⁵⁶ Met dit begrip wordt geduid op de mate waarin er sprake is van een adequaat onderzoeksdesign voor de te onderzoeken materie, het op de juiste wijze

154. Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 63. Deze definitie van validiteit is niet alleen van toepassing op evaluatieonderzoek, maar is algemeen van toepassing op de beoordeling van de kwaliteit van onderzoek.

155. Zie bijvoorbeeld Farrington 2003, p. 49-55 en Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 63-64.

156. Van der Zee 2004, p. 46. Zie hierover tevens Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 64.

trekken van een steekproef, het gebruik maken van juiste meetinstrumenten en het juist toepassen van statistische procedures.

Daarnaast is de toets van *descriptieve validiteit* functioneel voor de kwaliteitsbeoordeling van wetsevaluaties. Descriptieve validiteit heeft onder meer betrekking op a) de helderheid van gebruikte concepten, b) de logische samenhang tussen doel- en probleemstelling en onderzoeksvragen en c) de verantwoording en verslaglegging van belangrijke keuzes.¹⁵⁷

Samengevat zal de validiteit van de evaluaties daarom worden beoordeeld aan de hand van de volgende criteria:

- Aanwezigheid van een centrale doel- of vraagstelling (Ja/Nee).
- Methodologische validiteit. Hieronder valt met name de kracht van het onderzoeksdesign zoals: Welke meetinstrumenten zijn ingezet? Zijn die meetinstrumenten geschikt te achten om antwoord te kunnen geven op de vraagstelling? Bij kwantitatief onderzoek: Hoe is de steekproef tot stand gekomen? Bij kwalitatief onderzoek: Welke respondenten zijn geselecteerd en waarom die?
- Descriptieve validiteit: de helderheid van de gehanteerde begrippen, de verslaglegging en de verantwoording van keuzes die in het onderzoek zijn gemaakt.

De schaal die wordt gebruikt voor het beoordelen van de validiteit is 'niet of nauwelijks', 'in zeer geringe mate', 'enigszins', 'in sterke mate' en 'in zeer sterke mate'. Klein Haarhuis en Niemeijer concluderen op basis van hun onderzoek naar de kwaliteit van wetsevaluaties, dat er tussen de diverse criteria van validiteit een hoge correlatie bestaat.¹⁵⁸ Wanneer er bijvoorbeeld geen heldere doelstelling is, zal de methodologische validiteit en descriptieve validiteit veelal ook niet hoog zijn.

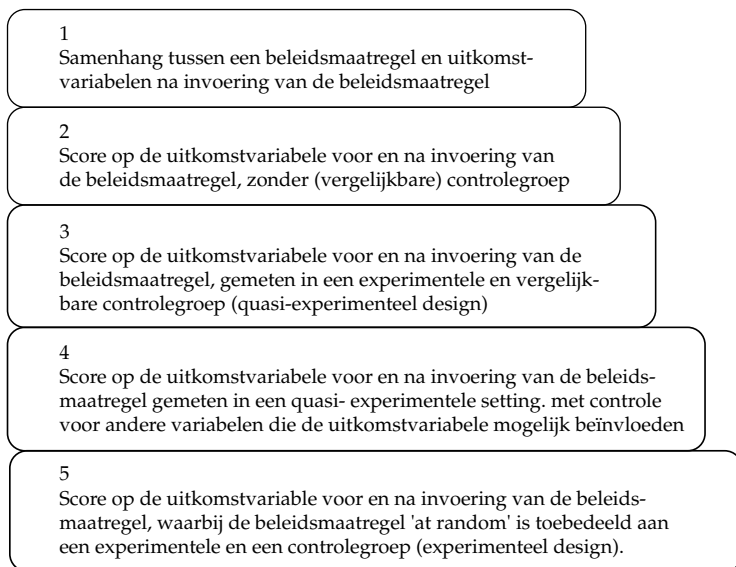
Interne validiteit

Bij wetsevaluaties is het belangrijk om te bepalen in hoeverre de gevonden resultaten het gevolg zijn van de wet of interventie dan wel in hoeverre de gevonden resultaten het gevolg zijn van andere factoren, zoals de economische situatie. Dit betreft een causaliteitsvraag en is een onderdeel van de zogeheten *interne validiteit*. De tabel geeft een overzicht van vijf niveaus van interne validiteit conform de *Maryland Scientific Methods Scale* (MSMS).¹⁵⁹ Hoe hoger het niveau, hoe meer zekerheid dat de resultaten aan de interventie kunnen worden toegeschreven.

157. Wittebrood & Van Beem 2004, p. 32-33. Zie tevens Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 64.

158. Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 66.

159. Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 69.



De twee belangrijkste aspecten van de MSMS betreffen de nulmeting en de controlegroep. In geval van een nulmeting is het mogelijk om zowel voor als na invoering van de interventie metingen op resultaatindicatoren te verrichten. Een controlegroep is een met de experimentele groep vergelijkbare groep die niet in aanraking komt met de interventie. Een dergelijke controlegroep is relevant om te bepalen of de effecten daadwerkelijk zijn toe te schrijven aan de interventie danwel aan andere factoren. Over het algemeen wordt aangenomen dat niveau drie het minimum is waarmee de causale relatie tussen interventie(s) en resultaten kan worden getoetst.¹⁶⁰ Desalniettemin blijkt in de praktijk dat evaluatieonderzoek zich veelal op niveau één bevindt, aangezien er vaak geen nulmeting en controlegroep zijn.¹⁶¹

Betrouwbaarheid

In aanvulling op bovengenoemde criteria, dient tevens de betrouwbaarheid van de evaluatieonderzoeken beoordeeld te worden. Dit criterium heeft betrekking op de nauwkeurigheid van de metingen. Als metingen nauwkeurig zijn, dan is de kans op toevallige meetfouten en ruis kleiner.¹⁶² Om meetfouten te voorkomen, is het aanbevelenswaardig om een verschijnsel met behulp van diverse meetinstrumenten te onderzoeken; zogeheten *triangulatie van methoden*.¹⁶³ Dit heeft bovendien als

160. Zie bijvoorbeeld Cook & Campbell 1979 en Davis e.a. 2013, p. 7-9.

161. Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 69. Zij noemen hiervoor diverse redenen, onder andere dat een nulmeting en controlegroep vaak niet kunnen worden gerealiseerd.

162. Klein Haarhuis & Niemeijer 2008, p. 65.

163. Idem.

voordeel dat de beperkingen van de ene onderzoeksmethode deels kunnen worden gerepareerd door middel van een andere methode.

Daarnaast is de *omvang van de steekproef* van belang voor de betrouwbaarheid van een wetsevaluatie.¹⁶⁴ Immers, bij een grote steekproef is de kans op toevalsfouten kleiner dan in geval van een kleine steekproef. Eveneens is de *controleerbaarheid* van de gegevens een belangrijk aspect van betrouwbaarheid. Transparantie ten aanzien van de gebruikte bronnen en de uitgevoerde procedures maakt het onderzoek repliceerbaar en controleerbaar.

7.3.2 *Overzicht beoordelingscriteria*

Gezien het bovengenoemde zullen de evaluatieonderzoeken aan de volgende criteria worden getoetst:

Aard van de evaluatie

- Ex ante of ex post evaluatie
 - Ex post: procesevaluatie, evaluatie van doelbereiking, effectiviteitsonderzoek, effectevaluatie of efficiëntieonderzoek
- Empirisch of juridisch-technisch onderzoek

Methodologische kwaliteit

- Validiteit:
 - Aanwezigheid van een centrale doel- of vraagstelling (Ja/Nee)
 - Methodologische validiteit
 - Descriptieve validiteit
- Interne validiteit: Maryland Scientific Methods Scale
- Betrouwbaarheid
 - Zijn meerdere methoden gebruikt om tot de bevindingen te komen (triangulatie)?
 - Steekproefomvang (*n*)
 - Is de dataverzameling controleerbaar: onder andere bronvermeldingen, opname itemlijsten of vragenlijsten en verslagen van gesprekken.

164. In de statistiek aangeduid met de letter 'n'.

De validiteit en de betrouwbaarheid werden beoordeeld aan de hand van de volgende schaal: 'slecht', 'matig', 'redelijk', 'goed' en 'zeer goed'.¹⁶⁵ Hierbij dient te worden benadrukt dat de beoordeling van de evaluatieonderzoeken op basis van de genoemde criteria in zekere zin subjectief is, omdat het mijn interpretatie is. Dat is uiteraard inherent aan een beoordeling die geschiedt door een persoon. Een dergelijke kwalitatieve methode is echter wel de enige manier waarop inzicht kan worden verkregen in de methodologische kwaliteit van deze onderzoeken. De objectiviteit had vergroot kunnen worden door de evaluatieonderzoeken door meerdere personen te laten beoordelen. Dit was echter gezien de grote hoeveelheid rapporten en de omvang daarvan een vrijwel ondoenlijke klus. In plaats daarvan is ervoor gekozen om inzichtelijk te maken hoe de beoordeling tot stand is gekomen. Daarom zijn de gemaakte keuzes uitgebreid verantwoord door daarin inzicht te geven in het boek 'Informatiedocumenten onder de loep. Juridische aspecten en de praktijk van precontractuele informatie over complexe financiële producten' van de auteur dat in 2018 zal verschijnen.¹⁶⁶

7.3.3 *Beoordeling van de evaluatieonderzoeken*

7.3.3.1 *Aard van de evaluaties*

Zes van de elf evaluatieonderzoeken betreffen ex post onderzoek.¹⁶⁷ Deze onderzoeken werden namelijk verricht nadat het informatiedocument het levenslicht zag. Vier onderzoeken zijn uitgevoerd voordat de regelgeving voor het informatiedocument in werking trad en zijn dus ex ante evaluaties.¹⁶⁸ Daarnaast is één onderzoek zowel als ex post als ex ante te kwalificeren.¹⁶⁹

De meeste ex post evaluaties vallen onder het *type* procesevaluatie omdat het proces van de toepassing van de wet in de praktijk werd bestudeerd.¹⁷⁰ Daarnaast zijn enkele evaluaties te kwalificeren als effectiviteitsonderzoek¹⁷¹, efficiëntieonder-

165. Deze schaalverdeling moet worden gezien als een hulpmiddel voor de beoordeling van de evaluatieonderzoeken. Er wordt derhalve niet beoogd om daarmee de suggestie te wekken dat deze beoordeling onomstotelijk is. Het tegenovergestelde is waar, een andere beoordelaar kan na afweging van onderdelen tot een andere beoordeling komen. De uitgebreide toelichting en verantwoording in het boek C.E. de Jager, Informatiedocumenten onder de loep. Juridische aspecten en de praktijk van precontractuele informatie over complexe financiële producten, te verschijnen in 2018 dient daarom inzichtelijk te maken waarom een rapport op een specifiek onderdeel als goed of slechter wordt beoordeeld.

166. Daarbij is overigens eveneens getracht om de beoordeling niet te gedetailleerd toe te lichten aangezien het een grote hoeveelheid rapporten betreft, namelijk elf rapporten.

167. Namelijk FSA 2009, FSA 2007, FSA 2000, Habschick e.a. 2012, Millward Brown/Centrum 200 en TNS NIPO 2009.

168. IFF Research & YouGov 2009, London Economics, FSA 2003 en Tiffe e.a. 2012.

169. Westerheide e.a. 2010.

170. FSA 2009, FSA 2007, FSA 2000, Habschick e.a. 2012, Millward Brown/Centrum 2004 en TNS NIPO 2009.

171. FSA 2000, Millward Brown/Centrum 2004 en TNS NIPO 2009.

zoek¹⁷² of evaluatie van doelbereiking.¹⁷³ Sommige onderzoeken bevatten meerdere evaluatietypen. Bij alle onderzoeken stond de werking van de wet centraal en is dus empirisch onderzoek verricht.

7.3.3.2 Methodologische kwaliteit

7.3.3.2.1 Validiteit

Centrale doel- of vraagstelling

In de meeste rapporten wordt een centrale doel- of vraagstelling geformuleerd. Echter, in sommige onderzoeken ontbreekt die¹⁷⁴, is zij erg verstoep in de tekst¹⁷⁵ of worden er wel doelstellingen en vragen geformuleerd maar vertonen deze weinig samenhang.¹⁷⁶ Het grootste probleem op dit punt is dat de vraag- of doelstelling diverse keren zodanig breed en algemeen geformuleerd is dat dit in de weg staat aan een duidelijke afbakening van het onderzoek.¹⁷⁷ Bovendien blijkt dat bij veel onderzoeken niet geconcretiseerd wordt wanneer geconcludeerd kan worden dat het document bijvoorbeeld effectief of begrijpelijk is.¹⁷⁸

Methodologische validiteit

De methodologische validiteit van de evaluatieonderzoeken is over het algemeen middelmatig. Dit wil zeggen dat het onderzoeksdesign veelal niet erg sterk is.

In de onderzoeken werden diverse *meetinstrumenten* gebruikt. Veelal werden er interviews, gesprekken en workshops gehouden.¹⁷⁹ Daarnaast werden er ook vaak vragen gesteld over het informatiedocument of onderdelen daarvan.¹⁸⁰ In vier onderzoeken werden de informatiedocumenten aan een analyse onderworpen.¹⁸¹

De meetinstrumenten lijken een enkele keer *geschikt* te zijn om de vraagstelling te beantwoorden, maar in de meerderheid van de onderzoeken zijn de meetinstrumenten daar slechts deels geschikt voor. Zo lijken de onderzoekers in het Duitse onderzoek van Tiffe e.a. 2012 in zekere zin gebonden bij het testen van varianten van het Produktinformationsblatt omdat er al voorschriften bestonden op het

172. FSA 2000 en Millward Brown/ Centrum 2004.

173. Millward Brown/Centrum 2004.

174. TNS NIPO 2009.

175. FSA 2007, p. 10.

176. Millward Brown/Centrum 2004.

177. London Economics & Ipsos 2015 en Millward Brown/Centrum 2004.

178. Bijvoorbeeld Millward Brown/Centrum 2004.

179. FSA 2003, FSA 2000, Habschick e.a. 2012, IFF Research & YouGov 2009, London Economics & Ipsos 2015, Millward Brown/Centrum 2004, Tiffe e.a. 2012, TNS NIPO 2009 en Westerheide e.a. 2010.

180. FSA 2003, Habschick e.a. 2012, IFF Research & YouGov, London Economics & Ipsos 2015, Millward Brown/Centrum 2004, Tiffe e.a. 2012 en TNS NIPO 2009.

181. FSA 2009, FSA 2007, Habschick e.a. 2012 en Tiffe e.a. 2012. In de laatste twee onderzoeken werd er daarnaast gebruik gemaakt van andere meetinstrumenten.

moment dat het onderzoek werd uitgevoerd. Ook hadden er in de Engelse onderzoeken (FSA 2000 en 2003) meer personen bij het onderzoek betrokken kunnen worden als er tevens gebruik was gemaakt van kwantitatieve meetinstrumenten. Iets soortgelijks geldt voor het onderzoek dat Westerheide e.a. (2012) deden naar het Produktinformationsblatt. Het was waardevol geweest als de voorstellen die in dat rapport worden gedaan ten aanzien van de vormgeving van het document door middel van kwantitatief onderzoek waren getest op consumenten. De methoden in het Europese onderzoek naar het Key Information Document blijken ook niet geheel toereikend te zijn aangezien het onderzoek zich beperkt tot drie informatieonderdelen van dat document, terwijl het uit meerdere onderdelen bestaat. Ook de Engelse onderzoeken waarin de documenten werden geanalyseerd schieten tekort op het gebied van de methodologische kwaliteit. Een dergelijke analyse kan wel inzicht geven in de goede en slechte punten van een informatiedocument, maar niet in de sterke en zwakke punten van het document zoals dat in de praktijk functioneert. Een ander nadeel van enkele onderzoeken is, dat er bij online onderzoek sprake kan zijn van een selectiebias. In samenhang daarmee blijkt dat de sample niet altijd een representatieve steekproef is van de bevolking of de beleggerspopulatie. Zo is in het Europese onderzoek naar het Key Investor Information Document het percentage hoger opgeleiden relatief hoog en werd het Duitse onderzoek van Tiffe e.a. (2012) met name uitgevoerd onder studenten. Tot slot, het Nederlandse onderzoek van het Millward Brown/Centrum bevat te weinig informatie om te beoordelen of de meetinstrumenten geschikt zijn voor het behalen van de doelen die met het rapport worden nagestreefd.

Bij de kwantitatieve onderzoeken is het niet altijd duidelijk *hoe de steekproef tot stand gekomen is*. Een aantal evaluatieonderzoeken is daarover wel helder.¹⁸² Bij drie andere onderzoeken is het echter onbekend hoe de steekproeven tot stand zijn gekomen of hoe de documenten geselecteerd werden.¹⁸³ Het kwalitatieve onderzoek levert een vergelijkbaar beeld op ten aanzien van de *respondenten die zijn geselecteerd en waarom deze zijn geselecteerd*. Een aantal onderzoeken verschaft hierover in ieder geval duidelijkheid.¹⁸⁴ Maar, in sommige onderzoeken wordt daarentegen niet vermeld met welke personen is gesproken of in welke branche zij bijvoorbeeld werkzaam waren en in andere onderzoeken werd niet vermeld waarom bepaalde personen werden geselecteerd.¹⁸⁵

182. IFF Research & YouGov 2009, London Economics & Ipsos 2015, Tiffe e.a. 2012 en TNS NIPO 2009.

183. FSA 2009, FSA 2007 en Millward Brown/Centrum 2004.

184. IFF Research & YouGov 2009, London Economics & Ipsos 2015, Tiffe e.a. 2012 en Westerheide e.a. 2010.

185. Respectievelijk Millward Brown/Centrum 2004, FSA 2003 en TNS NIPO 2009.

Descriptieve validiteit

De meerderheid van de rapporten is *prettig leesbaar*.¹⁸⁶ Veel rapporten worden verlevendigd met behulp van citaten van onder andere consumenten. Andere rapporten zijn wat minder prettig leesbaar.¹⁸⁷ Zo worden sommige begrippen niet toegelicht of zou een samenvatting in een rapport met zeer veel details de leesbaarheid ten goede zijn gekomen.¹⁸⁸ Het rapport van London Economics naar het Key Information Document is wel prettig leesbaar maar vergt tegelijkertijd nogal wat concentratie omdat er veel varianten van informatieonderdelen werden getest die de lezer bij het lezen van het rapport duidelijk voor ogen moet hebben.

Met de *verantwoording van de gemaakte keuzes* is het minder goed gesteld. Slechts drie van de elf rapporten doet dit op een goede manier.¹⁸⁹ Andere onderzoeken doen dit redelijk, met andere woorden: hierop valt het een en ander aan te merken.¹⁹⁰ In het Europese onderzoek naar het Key Investor Information Document werd bijvoorbeeld beperkt onderbouwd waarom uit alle lidstaten van de Europese Unie juist deze zeven landen werden gekozen. Daarnaast werd in het Engelse rapport uit 2003 niet vermeld waarom er aan vijf criteria werd getoetst. In de Engelse rapporten die enige jaren later verschenen, werd bovendien niet toegelicht op basis waarvan de onderzochte documenten geselecteerd waren.¹⁹¹ Ook is het opvallend dat de aanbevelingen in deze rapporten niet worden onderbouwd door experimenten of literatuur.

Drie onderzoeken verantwoorden de gemaakte keuzes ronduit slecht.¹⁹² In deze rapporten ontbreekt in ieder geval de technische en methodologische verantwoording. Vermoedelijk komt dit, in ieder geval bij het Nederlandse en Duitse onderzoek, doordat deze keuzes worden verantwoord in de bijlage bij het rapport terwijl deze bijlages ontbreken (zie hierover nader het onderdeel over de betrouwbaarheid).

7.3.3.2.2 Interne validiteit

De onderzoeken bevinden zich allemaal op niveau één van de Maryland Scientific Methods Scale (zie figuur). Er is namelijk geen nulmeting en controlegroep. Dit heeft tot gevolg dat niet met zekerheid gezegd kan worden dat de gevonden resultaten het gevolg zijn van de wet- en regelgeving. De resultaten zouden dus evenzeer verklaard kunnen worden door andere factoren, zoals de economische situatie of extra oplettendheid van beleggers door de financiële crisis.

186. FSA 2009, FSA 2007, FSA 2003, Habschick e.a. 2012, IFF Research & YouGov 2009, London Economics & Ipsos 2015, Millward Brown/Centrum 2004 en Westerheide e.a. 2010.

187. FSA 2000, Tiffe e.a. 2012 en TNS NIPO 2009.

188. Respectievelijk TNS NIPO 2009, FSA 2000 en Tiffe e.a. 2012.

189. London Economics & Ipsos 2015, Tiffe e.a. 2012 en Westerheide e.a. 2010.

190. FSA 2009, FSA 2007, FSA 2003, IFF Research & YouGov 2009 en TNS NIPO 2009.

191. FSA 2009 en 2007.

192. Namelijk FSA 2000, Habschick e.a. 2012 en Millward Brown/Centrum 2004.

Ter illustratie, dat bijvoorbeeld in het Nederlandse onderzoek in 2009 geconcludeerd wordt dat consumenten vaker Financiële Bijsluiters van meerdere financiële producten met elkaar vergelijken dan in 2004 kan dus niet per definitie worden toegeschreven aan een verandering in de wet- en regelgeving. Er kan hooguit geconcludeerd worden dat er een verband lijkt te bestaan tussen de wet- en regelgeving en de gevonden resultaten hoewel dat niet met veel zekerheid kan worden gedaan.

In het Europese onderzoek naar het Key Investor Information Document werden er overigens wel informatieonderdelen voorgelegd aan meerdere groepen proefpersonen. Toch is er in dit onderzoek geen sprake van een goede controle-groep. Respondenten kregen namelijk meerdere documenten te zien waardoor het lastig te bepalen is in hoeverre het lezen van het ene document invloed had op de perceptie en de begrijpelijkheid van een ander document.

7.3.3.2.3 Betrouwbaarheid

Uit de beoordeling van de onderzoeken blijkt dat het over het algemeen slecht gesteld is met de betrouwbaarheid van de uitgevoerde evaluatieonderzoeken. Het meest in het oog springend is de zeer slechte controleerbaarheid van enkele rapporten doordat voor de verantwoording en verslaglegging naar de bijlages wordt verwezen, terwijl deze niet bij het rapport zijn opgenomen. Deze bleken zelfs na navraag niet beschikbaar te zijn. Hierdoor kan niet nagegaan worden in hoeverre er bij de metingen van deze rapporten sprake was van toevallige meetfouten en ruis.

In de meeste onderzoeken, namelijk zeven van de elf, is er sprake van *triangulatie van methoden* en werd er zowel kwantitatief als kwalitatief onderzoek verricht.¹⁹³ Dit is gunstig, aangezien de zwakheden van de ene methode opgevangen kunnen worden door de sterkten van de andere methode. In de Engelse onderzoeken was echter geen sprake van triangulatie van methoden. De rapporten uit 2000 en 2003 zijn namelijk gebaseerd op kwalitatief onderzoek en in het kader van de onderzoeken in 2007 en 2009 werden er alleen informatiedocumenten geanalyseerd.

De *omvang van de steekproef* is bij de meeste onderzoeken goed.¹⁹⁴ Bij de andere evaluatieonderzoeken is een belangrijke reden voor de beperkte steekproefomvang de keuze voor de methode: kwalitatief onderzoek.¹⁹⁵ Wanneer gebruik wordt gemaakt van kwantitatieve methoden kunnen er uiteraard meer consumenten bij het onderzoek worden betrokken. In het Duitse onderzoek van Westerheide is de steekproefomvang voldoende, maar blijken de resultaten voor de diverse subgroepen

193. Habschick e.a. 2012, IFF Research & YouGov 2009, London Economics & Ipsos 2015, Millward Brown/Centrum 2004, Tiffe e.a. 2012, TNS NIPO 2009 en Westerheide e.a. 2010.

194. FSA 2009, FSA 2007, Habschick e.a. 2012, IFF Research & YouGov 2009, London Economics & Ipsos 2015, Millward Brown/Centrum 2004 en Tiffe e.a. 2012.

195. FSA 2003, FSA 2000 en TNS NIPO 2009. Bij dit laatste onderzoek was er wel een grote steekproefomvang voor het kwantitatieve onderzoek.

pen klein.¹⁹⁶ Aan het onderzoek naar de Europese Key Investor Information Document valt bovendien op dat een groot deel van de consumenten afvalt tijdens het onderzoek en dat het percentage respondenten laag is (namelijk ongeveer dertig procent).¹⁹⁷ Mogelijkerwijs duidt dit op een bias in dergelijk onderzoek, namelijk dat de mensen die onder andere minder gemotiveerd zijn sneller afvallen of niet deelnemen aan dergelijk onderzoek. Dit kan als een tekortkoming van dergelijk onderzoek worden gezien, omdat motivatie een belangrijke factor kan zijn in het gaan lezen en blijven lezen van een informatiedocument (zie daarover uitgebreider hoofdstuk 8).

Zoals reeds aan de orde kwam, is het met name erg slecht gesteld met de *controleerbaarheid* van de evaluatieonderzoeken. Slechts twee van de elf onderzoeken zijn goed controleerbaar.¹⁹⁸ Met de andere onderzoeken is het minder goed gesteld. Sommige onderzoeken zijn redelijk goed controleerbaar maar op één of meerdere punten niet.¹⁹⁹ In de onderzoeken die in deze categorie vallen, ontbreekt een overzicht van de vragen die tijdens de interviews, de gesprekken of het online onderzoek zijn gesteld.²⁰⁰ Ook ontbreken verslagen van de gesprekken die werden gevoerd of is in het Engelse rapport dat gebaseerd is op vier andere rapporten niet altijd duidelijk op welk rapport bepaalde resultaten of bevindingen zijn gebaseerd.²⁰¹

Met vier onderzoeken is het zeer slecht gesteld als het op de controleerbaarheid van het onderzoek aankomt. In het Engelse rapport uit 2003 ontbreken in ieder geval de vragen die tijdens de interviews werden gesteld, evenals verslagen van besprekingen en workshops, resultaten van de diverse onderzoeken en de documenten en varianten die aan consumenten werden voorgelegd. Ook valt er in dit verband veel aan te merken op de analyse van informatiedocumenten die de Engelse toezichthouder in 2007 en 2009 uitvoerde. Het is namelijk niet controleerbaar op basis van welke criteria de documenten zijn geselecteerd. Bovendien ontbreekt een lijst van documenten die geanalyseerd zijn. Tevens is het onduidelijk hoe de documenten werden beoordeeld (of er bijvoorbeeld gebruik werd gemaakt van een beoordelingsschaal) en hoe vaak de geconstateerde 'slechte praktijken' van informatiedocumenten zich voordeden. Het Nederlandse onderzoek naar de Financiële Bijsluiter in 2004 en het Duitse onderzoek naar het Produktinformationsblatt dat door Habschick e.a. (2012) werd uitgevoerd, spannen wat betreft controleerbaarheid in negatieve zin de kroon. Beide onderzoeken zijn zeer slecht controleerbaar omdat de bijlagen met verantwoording en verslaglegging ontbreken en

196. Westerheide e.a. 2010. Dit wordt overigens ook erkend door de onderzoekers.

197. IFF Research & YouGov 2009.

198. London Economics & Ipsos 2015 en Westerheide e.a. 2010.

199. FSA 2000, IFF Research & YouGov 2009, Tiffe e.a. 2012 en TNS NIPO.

200. Idem.

201. Tiffe e.a. 2012 respectievelijk FSA 2000.

zelfs na navraag bij het onderzoeksbureau en de auteur niet beschikbaar blijken te zijn.²⁰²

7.3.4 *Overzicht methodologische kwaliteit evaluatieonderzoeken*

In deze paragraaf wordt in tabelvorm een overzicht gegeven van de methodologische kwaliteit van de evaluatieonderzoeken.

- Onderzoek 1: IFF Research & YouGov 2009: 'UCITS Disclosure Testing Research Report'.
- Onderzoek 2: London Economics & Ipsos 2015: 'Consumer testing study of the possible new format and content for retail disclosures of packaged retail and insurance-based investment products'.
- Onderzoek 3: FSA 2000: 'Informed decisions? How consumers use Key Features: a synthesis of research on the use of product information at the point of sale'.
- Onderzoek 4: FSA 2003: 'The development of more effective product disclosure'.
- Onderzoek 5 en 6: FSA 2007: 'Good and poor practices in Key Features Documents' en FSA 2009: 'Supplementary Annex to Good and poor practices in Key Features Documents'.
- Onderzoek 7: Millward Brown/Centrum 2004: 'Evaluatie van de Financiële Bijsluiter. Resultaten van onderzoek onder consumenten, intermediairs en aanbieders'.
- Onderzoek 8: TNS NIPO 2009: 'De effectiviteit van de Financiële Bijsluiter'.
- Onderzoek 9: Westerheide e.a. 2010: 'Transparenz von privaten Riester- und Basisrentenprodukten'.
- Onderzoek 10: Tiffe e.a. 2012: 'Ausgestaltung eines Produktinformationsblatts für zertifizierte Altersvorsorge- und Basisrentenverträge'.
- Onderzoek 11: Habschick e.a. 2012: 'Evaluation von Produktinformationsblättern für Geldanlageprodukte'.

202. Van het onderzoeksbureau Millward Brown/Centrum kreeg ik te horen dat deze bijlagen vanwege de gedetailleerdheid van het onderzoek niet meer beschikbaar waren. Dit is opvallend aangezien er slechts twee onderzoeken naar dat document zijn uitgevoerd en de Financiële Bijsluiter op dat moment nog steeds bestond. Op de e-mail met een verzoek om de bijlagen aan dhr. Habschick kreeg ik geen reactie.

Onderzoek	1	2	3	4	5 en 6	7	8	9	10	11
Validiteit										
– Duidelijke probleemstelling (J/N)	Nee	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
– Methodologische validiteit (1-5)	Oranje	Geel	Geel	Geel	Oranje	Geel	Lichtgroen	Lichtgroen	Oranje	Lichtgroen
– Descriptieve validiteit (1-5)	Oranje	Geel	Oranje	Geel	Oranje	Donkergroen	Geel	Oranje	Lichtgroen	Lichtgroen
Nulmeting en controlegroep	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee	Nee
Betrouwbaarheid (1-5)	Oranje	Geel	Oranje	Oranje	Donkergroen	Oranje	Geel	Oranje	Geel	Donkergroen
Legenda										
Rood (1)= slecht										
Oranje (2)= matig										
Geel (3)= redelijk										
Lichtgroen (4)= goed										
Groen (5)= zeer goed										

7.3.5 Aanbevelingen voor evaluatieonderzoeken in de toekomst

Het blijkt dat in de evaluatieonderzoeken regelmatig een duidelijke *doel- en vraagstelling* ontbreekt. Bovendien blijkt de doel- of vraagstelling diverse keren erg algemeen geformuleerd. Het verdient daarom aanbeveling dat er bij toekomstig evaluatieonderzoek een duidelijke doel- of vraagstelling wordt geformuleerd. Hierdoor kan het onderzoek beter afgebakend worden. Tevens moet er bij doelen die betrekking hebben op bijvoorbeeld de 'effectiviteit', 'begrijpelijkheid' en 'vergelijkbaarheid' geconcretiseerd worden wanneer geconcludeerd wordt dat daar al dan niet sprake van is.

In het kader van de *methodologische kwaliteit* kwamen er diverse problemen aan het licht ten aanzien van de geschiktheid van de gebruikte meetinstrumenten voor het beantwoorden van de onderzoeksvraag. Een groot aantal daarvan lijken incidentele fouten die bij voorkeur in de toekomst vermeden dienen te worden.

Wat betreft de omvang van de steekproeven is het opvallend dat soms blijkt dat een relatief groot deel van de participanten tijdens het onderzoek uitvalt. Bovendien is het aannemelijk dat er bij de selectie van de participanten vaak sprake is van een selectiebias: mensen met weinig motivatie nemen niet deel aan dergelijk onderzoek of vallen uit gedurende het onderzoek. Dit is onwenselijk aangezien motivatie in deze context juist een belangrijke rol kan spelen, namelijk bij het gaan lezen, blijven lezen en vergelijken van informatiedocumenten (zie hoofdstuk 8). Het is daarom van belang dat een dergelijke selectiebias voorkomen wordt door ook deze personen bij het evalueren van wetgeving te betrekken. Dit zal geen

gemakkelijke taak zijn, omdat het hen aan motivatie ontbreekt om aan dergelijk onderzoek mee te doen.

Om de methodologische kwaliteit te verbeteren, is het bovendien wenselijk dat er in de evaluatieonderzoeken altijd inzicht wordt gegeven in de totstandkoming van de steekproef in geval van kwantitatief onderzoek en de respondenten die zijn geselecteerd en waarom deze zijn geselecteerd in geval van kwalitatief onderzoek. Zo is het vaak relevant om te vermelden in welke branche de personen werkzaam zijn waarmee interviews werden gehouden.

In verband met de descriptieve validiteit dient de verantwoording van de gemaakte keuzes verbeterd te worden. Slechts drie van de elf evaluatieonderzoeken doen dit goed. In drie rapporten ontbreekt echter in het geheel de verantwoording van de gemaakte keuzes. Hieraan dient derhalve in de toekomst aandacht te worden besteed.

Het verdient in verband met de interne validiteit aanbeveling dat er in het vervolg bij evaluatieonderzoek vaker gebruik wordt gemaakt van een nulmeting en een controlegroep. Daardoor kan met meer zekerheid geconcludeerd worden dat de gevonden resultaten het gevolg zijn van wet- en regelgeving en niet van andere factoren.

Om toevallige meetfouten en ruis te voorkomen, dient de *betrouwbaarheid* van de evaluatieonderzoeken verbeterd te worden. Daartoe zou in de eerste plaats vaker zowel kwalitatief- als kwantitatief onderzoek verricht moeten worden (triangulatie van methoden). Door de sterkte van de ene methode kan namelijk de zwakte van een andere methode ondervangen worden. In de tweede plaats dient de verantwoording en verslaglegging van het uitgevoerde onderzoek uitgebreider te zijn en bij het rapport gevoegd te worden. Dit komt de controleerbaarheid van het onderzoek ten goede. Met name op dit punt is veel vooruitgang te boeken.

In algemene zin zijn er meerdere aanbevelingen te doen. In de eerste plaats kan geconstateerd worden dat in de meerderheid van de onderzoeken, namelijk zeven van de elf, de perceptie van de participanten centraal staat.²⁰³ Daaruit wordt het daadwerkelijk gebruik, de begrijpelijkheid en de vergelijkbaarheid afgeleid. De perceptie is echter niet altijd een goede graadmeter voor de werkelijkheid. Een illustratie daarvan is te vinden in het Europese onderzoek dat voorafgaand aan de introductie van het Key Information Document werd uitgevoerd. Hieruit blijkt dat consumenten een voorkeur hebben voor gedetailleerde informatie, terwijl uit de testvragen naar voren komt dat zij dergelijke informatie aanzienlijk slechter begrijpen. Het is daarom aanbevelenswaardig dat er in de toekomst vaker testvragen worden gesteld om te achterhalen of de informatie in het document financiële producten daadwerkelijk begrijpelijk en vergelijkbaar maakt.²⁰⁴

203. Uitzondering hierop zijn Habschick e.a. 2012, IFF Research & YouGov, London Economics & Ipsos 2015 en Tiffe e.a. 2012.

204. Voorbeelden daarvan zijn te vinden in Habschick e.a. 2012, IFF Research & YouGov, London Economics & Ipsos 2015, en Tiffe e.a. 2012.

Ten tweede dient er veel meer aansluiting gezocht te worden bij inzichten uit disciplines als de psychologie omtrent informatieverwerking en het nemen van beslissingen op basis van informatie. Dergelijke inzichten kunnen in de eerste plaats aanzet vormen voor het uitvoeren van onderzoek. Dit is voorsnog niet het geval geweest in de bestudeerde evaluaties. Bovendien kan dit helpen om verklaringen te vinden voor de uitkomsten van onderzoek. Voorsnog worden dergelijke verklaringen veelal gezocht in het document. Er wordt dan bijvoorbeeld geconcludeerd dat het document te ingewikkeld is of geen aantrekkelijke lay-out heeft. Alternatieve verklaringen die verkend zouden moeten worden zijn bijvoorbeeld de invloed van de financiële geletterdheid van beleggers op het begrijpen van het document of de motivatie voor het lezen van dergelijke informatie.²⁰⁵ Dergelijke invalshoeken zouden nieuwe inzichten kunnen opleveren ten aanzien van de effectiviteit van informatiedocumenten wat betreft het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten en tot verbeteringen kunnen leiden. Hoofdstuk 8 van dit boek geeft daartoe een aanzet en werpt vanuit dat oogpunt licht op de effectiviteit van informatiedocumenten in het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten voor consumenten.

Uit de Europese onderzoeken blijkt dat de mate waarin consumenten uit de verschillende EU-lidstaten de informatie bijvoorbeeld begrijpen relatief veel van elkaar verschilt.²⁰⁶ Het is daarom goed dat daaraan aandacht werd besteed in deze onderzoeken. Voor de toekomst en in het kader van het in 2018 geïntroduceerde Key Information Document is het van groot belang dat aan dergelijke nationale verschillen aandacht wordt besteed. Daarnaast zouden er pogingen gedaan kunnen worden om deze verschillen te verkleinen.

Ten vierde, het lijkt waardevol dat er in de onderzoeken niet alleen aandacht wordt besteed aan de belegger, maar eveneens aan tussenpersonen en personen die werkzaam zijn in de financiële sector. Zij zijn immers de opstellers van het document en dienen het te verstrekken of ter beschikking te stellen. Bij een aantal van de onderzoeken werden reeds ook intermediairs en aanbieders betrokken.²⁰⁷ Consumenten en intermediairs blijken vaak dezelfde mening te zijn toegedaan. Hierdoor is het aannemelijker dat deze overeenkomt met de werkelijkheid. Echter, soms verschillen consumenten en intermediairs of aanbieders van mening. Ter illustratie, volgens consumenten bespraken adviseurs het Key Features Document met hen, terwijl adviseurs van mening zijn dat dat niet het geval was.²⁰⁸ Hoewel het uiteraard niet altijd duidelijk is wie van deze groepen 'gelijk' heeft, kunnen deze verschillen ook waardevol zijn om inzicht te krijgen in het functioneren van het document. Wanneer consumenten bijvoorbeeld stellen dat zij het document

205. En bijvoorbeeld mogelijke oplossingen daarvoor.

206. IFF Research & YouGov 2009 en London Economics & Ipsos 2015.

207. FSA 2003, FSA 2000, IFF Research & YouGov 2009, London Economics & Ipsos 2015, Millward Brown/Centrum 2004, Tiffe e.a. 2012 en Westerheide e.a. 2010.

208. FSA 2000, p. 21.

wel gehad hebben, maar aanbieders van mening zijn dat zij dit document niet gehad hebben, dan kunnen er namelijk in ieder geval vraagtekens worden geplaatst bij het waarheidsgehalte van het antwoord van de consumenten.

In de vijfde plaats blijkt dat de periode tussen de invoering van het document en de evaluatie soms kort is.²⁰⁹ Dit is veelal niet wenselijk omdat het vaak enige tijd kost voordat de normadressanten op de hoogte zijn van deze regeling en het daadwerkelijk hun gedrag beïnvloedt. Hiermee zou in de toekomst beter rekening gehouden moeten worden.

Er moet in de evaluatieonderzoeken bovendien meer aandacht komen voor de persoon van de belegger. Uit de evaluatieonderzoeken waarbij respondenten werden onderscheiden op basis van allerlei kenmerken, blijkt dat er grote verschillen bestaan tussen beleggers op onder andere het gebied van financiële kennis, ervaring en zelfoverschatting.²¹⁰ Zo zijn mensen met meer financiële geletterdheid en een hoger inkomen over het algemeen beter in staat om informatiedocumenten te begrijpen. Wanneer er met dergelijke verschillen geen rekening wordt gehouden maar er alleen op gemiddelden wordt gelet gaat mogelijke waardevolle informatie verloren. Immers, wanneer consumenten gemiddeld gezien het document begrijpelijk vinden dan is het mogelijk dat dit komt doordat mensen met meer financiële geletterdheid deze mening zijn toegedaan. Dit is niet ondenkbaar, aangezien hoger opgeleiden vaker participeren in dergelijk onderzoek. Dat het document niet begrijpelijk is voor de, veelal meest kwetsbare, consumenten met lage financiële geletterdheid, kan daardoor overschaduw worden. Daarom dient er in de evaluatieonderzoeken bij de selectie van participanten en bij het interpreteren van de resultaten rekening te worden gehouden met maatschappelijke en demografische kenmerken, financiële geletterdheid en ervaring met financiën. Dit geldt ook voor persoonlijkheidstrekken zoals houding ten aanzien van risico's en zelfoverschatting.²¹¹ Segmentering kan in dat verband behulpzaam zijn en een overzicht bieden (zie daarover hoofdstuk 8).²¹²

Tot slot, er dient meer gebruik gemaakt te worden van bestaande kennis. Hoewel er vele malen evaluatieonderzoek is verricht naar de effectiviteit van informatiedocumenten voor financiële producten wordt er vooralsnog weinig van elkaar geleerd. Er is bijvoorbeeld nooit een meta-analyse uitgevoerd zoals in dit hoofdstuk is gedaan.²¹³ Tot nu toe worden de evaluatieonderzoeken min of meer strikt van elkaar gescheiden uitgevoerd en zijn deze vaak nationaal georiënteerd. De Europese onderzoeken vormen daarop een uitzondering in de zin dat deze grensoverschrijdend zijn. Er valt nog veel te leren van onderzoeken die zijn uitgevoerd

209. Habschick e.a. 2012 en Millward Brown/Centrum 2004.

210. Bijvoorbeeld London Economics & Ipsos 2015.

211. Onder andere de onderzoeken van IFF Research & YouGov 2009 en London Economics & Ipsos 2015 tonen aan dat er dan soms duidelijke verschillen bestaan tussen personen.

212. Voorbeelden daarvan staan in IFF Research & YouGov 2009 en TNS NIPO 2009.

213. Habschick e.a. 2012 doen dit in hun onderzoek enigszins, maar trekken daar niet expliciet lering uit.

waarop voortgebouwd kan worden voor nieuw onderzoek. Samenwerking is gewenst!

7.4 SAMENVATTING

In dit hoofdstuk werden de resultaten van elf evaluatieonderzoeken beschreven om erachter te komen in hoeverre korte informatiedocumenten voor financiële producten er daadwerkelijk toe leiden dat consumenten financiële producten beter begrijpen en vaker met elkaar vergelijken. Voor zover het rapport daarover informatie verschaft, werd ingegaan op 1) hoe tegen het document werd aangekeken, 2) het gebruik van het document (met name het gaan lezen, de begrijpelijkheid en de vergelijkbaarheid), 3) de inhoud van het document en 4) de aanbevelingen die werden geformuleerd.

Hoe wordt tegen informatiedocumenten aangekeken?

Al met al blijkt dat de rapporten verdeeld zijn over de vraag in hoeverre een kort informatiedocument consumenten daadwerkelijk in staat stelt om financiële producten te begrijpen en te vergelijken. Sommige onderzoeken zijn daarover positief terwijl andere rapporten aanzienlijk negatiever zijn.

Over het algemeen blijken consumenten achter de doelstellingen van informatiedocumenten te staan. Veel consumenten verwachten desgevraagd dat zij het document zullen gebruiken bij de aankoopbeslissing. Echter, in de praktijk blijkt het gebruik vaak tegen te vallen. Als oorzaken daarvoor komen onder andere de lengte, de complexiteit en de problemen met de verkrijgbaarheid naar voren. Daarnaast blijken consumenten er vaak niet van op de hoogte te zijn dat het een objectief document is. Bovendien is de waardering voor het document over het algemeen niet groot.

Het gebruik van informatiedocumenten

Wat betreft het gebruik van het document blijkt uit de Engelse onderzoeken dat veel consumenten het document niet lezen. In Nederland zouden in 2004 veel consumenten het document lezen, terwijl er zich in 2009 een aanzienlijke verslechtering heeft voorgedaan. In Duitsland is er één onderzoek waarin geconcludeerd wordt dat een groot deel van de consumenten het document daadwerkelijk gelezen heeft. Er worden echter ook veel redenen genoemd voor het niet gaan lezen van het document. Zo zijn sommige consumenten er niet van op de hoogte dat het een belangrijk document betreft, vinden zij het teveel en te moeilijke informatie, hadden zij al een beslissing genomen op het moment dat zij het document kregen, vertrouwden zij op hun financieel adviseur of hadden zij er simpelweg geen zin in. Het document concurreert als informatiebron met andere bronnen van informatie, zoals websites, brochures en het advies van een adviseur. Het personaliseren van de informatie zou ertoe kunnen bijdragen dat het document vaker gelezen wordt.

Met name de actieve beleggers die ook zelf op zoek gaan naar informatie blijken het document te lezen (zie het volgende hoofdstuk over de segmentering van beleggers).

Uit de Europese onderzoeken blijkt dat consumenten testvragen over de begrijpelijkheid van het document redelijk goed beantwoorden. Echter, zelfs de meest ervaren beleggers blijken niet in staat te zijn om alle informatie in het document te begrijpen. Daarnaast komt naar voren dat er verschillen bestaan in de mate waarin consumenten van de verschillende lidstaten het document begrijpen. Een dergelijke constatering is in het bijzonder relevant in het licht van de introductie van het Key Information Document dat in de hele Europese Unie geldt. In Nederland vindt een groot deel van de consumenten de Financiële Bijsluiter begrijpelijk, hoewel daarbij moet worden aangetekend dat de begrijpelijkheid van het document niet werd getest door middel van vragen. Dit geldt ook voor het Engelse onderzoek waaruit blijkt dat de begrijpelijkheid van het Key Features Document slecht is. Een analyse van Duitse informatiedocumenten leidt tot dezelfde conclusie. Aan de begrijpelijkheid stonden onder meer in de weg: technische termen, lange zinnen, moeilijke woorden, de onduidelijkheid van het document (waardoor er vragen overblijven), de weinig concrete informatie en teveel tekst. In andere onderzoeken wordt sowieso betwijfeld of een document financiële producten begrijpelijk kan maken. De lage financiële kennis van consumenten en de complexiteit van producten worden dan als belangrijke belemmeringen gezien. Al met al kunnen er vraagtekens geplaatst worden bij de effectiviteit van informatiedocumenten ten aanzien van het begrijpelijk maken van financiële producten.

De mate waarin korte informatiedocumenten bijdragen aan het vergelijkbaar maken van financiële producten is eveneens twijfelachtig. Consumenten blijken in de Europese onderzoeken en een Duits onderzoek redelijk goed in staat te zijn om testvragen over voorbeelddocumenten die betrekking hebben op de vergelijkbaarheid te beantwoorden. In Engeland blijkt het Engelse Key Features Document echter vrijwel niet bij te dragen aan het vergelijken van financiële producten. De Nederlandse Financiële Bijsluiter slaagt er blijkens de onderzoeken in de loop van de jaren steeds beter in om producten vergelijkbaar te maken. De betere verkrijgbaarheid van de Financiële Bijsluiter wordt als een belangrijke oorzaak hiervoor gezien. De analyse van informatiedocumenten in Duitsland leidt echter tot de conclusie dat de documenten de wettelijke doelstelling met betrekking tot het vergelijkbaar maken van producten niet haalt. Er bestaan diverse belemmeringen voor de effectiviteit van informatiedocumenten ten aanzien van het vergelijkbaar maken van financiële producten. Consumenten blijken in de eerste plaats vaak niet op zoek te gaan naar informatie. Aan het vergelijken van producten staat eveneens in de weg dat consumenten verwachten dat hun financieel adviseur dat wel zal doen of het idee dat alle aanbieders hetzelfde zijn. Ook de heterogeniteit van documenten, terminologie die in verschillende documenten verschillende betekenissen heeft en onvoldoende transparantie over de methoden en aannames blijken belemmerin-

gen te zijn. Daarnaast spelen er bij het vergelijken van producten vele andere factoren een rol dan het document, zoals de reputatie van een financiële instelling. Wel wordt een kort document in sommige onderzoeken beschouwd als een oplossing voor de grote hoeveelheid intransparante informatie dat over financiële producten beschikbaar is.

De inhoud van informatiedocumenten

Het is belangrijk dat de inhoud van een document aansluit bij de informatiebehoefte van beleggers. Beleggers willen veelal graag informatie over de risico's, opbrengsten en verplichtingen. Informatie over de in het verleden behaalde resultaten en de kosten wordt meestal minder van belang geacht. Echter, de onderzoeken leveren geen eenduidig beeld op, aangezien consumenten soms juist wel de in het verleden behaalde resultaten en de kosten belangrijk zouden vinden.

Consumenten vinden het over het algemeen prettig dat de informatie met behulp van visuele weergaven, in vraag- antwoordvorm en opgesomd met bulletpoints wordt weergegeven. Visuele weergaven zouden onder meer de aandacht trekken, prikkelen om de informatie te gaan lezen en snel informatie geven. Wel blijkt de interpretatie soms lastig te zijn voor consumenten. De vraag- en antwoordvorm en het gebruik van bulletpoints hebben als belangrijk voordeel dat het de tekst verdeelt in kleinere stukken tekst. Ook zou de vraag- en antwoordvorm het voor consumenten gemakkelijker maken om de informatie op zichzelf te betrekken en ertoe leiden dat zij het document vaker gaan lezen. Tevens is de volgorde van de informatie in het document belangrijk. De belangrijkste informatie dient een opvallende plaats te krijgen, bijvoorbeeld als eerste informatieonderdeel.

Diverse malen blijken de informatiedocumenten weinig gedetailleerde en algemene informatie te bevatten. Concretere informatie en meer persoonlijke informatie zouden daarom wenselijk zijn en bijvoorbeeld de begrijpelijkheid van deze documenten ten goede kunnen komen. Standaardisatie van de documenten kan bovendien onder andere de vergelijkbaarheid ervan verbeteren.

Twee algemene bevindingen

Alle evaluatieonderzoeken in ogenschouw genomen, vallen er in ieder geval twee dingen op. In de eerste plaats blijkt er vaak een verschil te bestaan tussen de ex ante onderzoeken en de ex post onderzoeken. Consumenten zijn in de ex ante onderzoeken namelijk veelal positief over het document en verwachten dat het een belangrijke rol zal spelen wanneer zij een financieel product gaan aanschaffen. Echter, wanneer het daadwerkelijk gebruik wordt onderzocht dan blijkt dit toch minder vaak het geval te zijn, aangezien consumenten het document niet altijd lezen, laat staan begrijpen of met elkaar vergelijken. Mogelijkerwijs hangt dit samen met het verschil tussen perceptie en de werkelijkheid. Consumenten zullen wellicht snel geneigd zijn om de volgende vraag bevestigend te beantwoorden: Vindt u het document nuttig en zou u het zelf gebruiken? Dit antwoord is echter

niet per definitie een goede weergave van de werkelijke situatie waarin een consument zich tijdens het aankoopproces bevindt (op het verschil tussen perceptie en werkelijkheid werd ook ingegaan in het kader van de analyse van de methodologische kwaliteit). Echter, het gebruik van informatiedocumenten in de praktijk (ex post) blijkt vooralsnog alleen te zijn onderzocht door middel van perceptievragen. Het is derhalve wenselijk dat er onderzoek wordt gedaan naar de wijze waarop consumenten in de praktijk gebruik maken van het document en de mate waarin het document daadwerkelijk leidt tot het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten.

Wat bovendien opvalt, is dat het Engelse Key Features Document niet effectief is in het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten. Vermoedelijk kan dit worden verklaard door het feit dat dit document veel langer was dan de Europese, Nederlandse en Duitse documenten. Zo mocht de Financiële Bijsluiters uit maximaal twee pagina's van A4-formaat bestaan. Een aanwijzing voor de aannemelijkheid van deze verklaring kan worden gevonden in hetgeen Engelse beroepsbeoefenaren stellen, namelijk dat de grote hoeveelheid informatie in het Key Features Document ertoe leidt dat consumenten onvoldoende geprikkeld werden om op zoek te gaan naar meer informatie.²¹⁴ Hieruit kan tevens worden afgeleid dat het belangrijk is dat het een kort document is (dit wordt tevens bevestigd door het feit dat in vele rapporten het belang van een kort document wordt benadrukt en aanbevolen).

Vijftien aanbevelingen voor informatiedocumenten

Tot slot, uit de evaluatieonderzoeken en de resultaten daarvan zijn vijftien aanbevelingen gededuceerd die in diverse onderzoeken worden gedaan en die tot doel hebben om de effectiviteit van deze documenten in het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten te bevorderen, namelijk:

1. Het document dient in de oriëntatiefase verstrekt te worden of beschikbaar te zijn zodat het invloed kan hebben op de aankoopbeslissing.
2. De unieke aard van het document, namelijk de objectiviteit, dient duidelijk te zijn en het gebruik van het document moet gestimuleerd worden.
3. Het document moet informatie verschaffen over hetgeen beleggers belangrijk vinden.²¹⁵
4. Het dient een kort document te zijn van één of twee pagina's van A4-formaat.
5. Het document dient een logische opbouw te hebben, waarbij belangrijke informatie een prominente plaats krijgt.
6. De tekst moet goed leesbaar zijn, onder andere door een prettig leesbare lettergrootte.
7. De informatie dient zo eenvoudig en begrijpelijk mogelijk te zijn.

214. FSA 2000, p. 15.

215. Hiernaar dient eerst onderzoek gedaan te worden, aangezien de evaluatieonderzoeken hierover niet eenduidig zijn.

8. Het document dient gestandaardiseerd te zijn in verband met onder meer de herkenbaarheid en de vergelijkbaarheid.
9. Concrete informatie verdient de voorkeur boven algemene informatie.
10. Informatie dient zoveel als mogelijk gepersonaliseerd te worden.²¹⁶
11. Het opsommend weergeven van informatie door middel van bijvoorbeeld bulletpoints verdient de voorkeur boven een doorlopende tekst.
12. Consumenten vinden het prettig als de informatie wordt gepresenteerd in vraag- en antwoordvorm.
13. Een visuele weergave verdient de voorkeur boven een tekstuele weergave.
14. Het taalgebruik moet begrijpelijk zijn, jargon moet worden vermeden, terminologie dient eenduidig te worden gebruikt en zinnen moeten eenvoudig zijn.
15. Kleurgebruik kan de aantrekkelijkheid van het document verhogen.

De resultaten van de onderzoeken mogen echter niet met al te veel stelligheid voor waar worden aangenomen. De methodologische kwaliteit van de evaluaties laat namelijk op diverse punten te wensen over. Dat blijkt uit paragraaf 7.3, waarin de aard van de evaluaties en de methodologische kwaliteit ervan centraal stond (zie voor een overzicht de tabel in paragraaf 7.3.4). Met name op het gebied van de betrouwbaarheid en verslaglegging van de gemaakte keuzes blijkt veel winst te behalen. Ook scoren de onderzoeken allemaal zeer slecht op de interne validiteit aangezien een controlegroep en nulmeting ontbreken.

Aanbevelingen voor het uitvoeren van evaluatieonderzoeken in de toekomst

Er werden diverse aanbevelingen geformuleerd om de kwaliteit van evaluatieonderzoek in de toekomst te verbeteren (paragraaf 7.3.5), namelijk:

1. Formuleer een duidelijke doel- of vraagstelling.
2. Concretiseer algemene doelen als 'effectiviteit', 'begrijpelijkheid' en 'vergelijkbaarheid' en verklaar wanneer geconcludeerd wordt of hier al dan niet aan voldaan is.
3. Vermijd selectiebias door onder meer mensen met weinig motivatie ook bij evaluatieonderzoek te betrekken.
4. Geef inzicht in de totstandkoming van de steekproef (bij kwantitatief onderzoek) of de respondenten die zijn geselecteerd en waarom ze zijn geselecteerd (bij kwalitatief onderzoek).
5. Verantwoord de gemaakte keuzes en voeg deze bij het rapport.
6. Maak gebruik van een nulmeting en een controlegroep.
7. Verricht zowel kwalitatief als kwantitatief onderzoek (triangulatie van methoden).

216. Dit kan echter botsen met de standaardisatie en kan onmogelijk zijn wanneer een document altijd beschikbaar moet zijn op bijvoorbeeld de website van de aanbieder. Toch lijkt het personaliseren gunstige effecten te hebben.

8. Probeer door middel van testvragen te achterhalen of de informatie in het document financiële producten daadwerkelijk begrijpelijk en vergelijkbaar maakt want perceptie is niet altijd een goede graadmeter.
9. Zoek aansluiting bij inzichten uit disciplines als de psychologie als aanzet voor onderzoek of ter verklaring van resultaten.
10. Besteed aandacht aan de persoon van de consument en verschillen tussen consumenten, zoals verschillen tussen consumenten uit verschillende landen.
11. Betrek in het onderzoek niet alleen beleggers maar ook tussenpersonen en personen die werkzaam zijn in de financiële sector.
12. Zorg voor voldoende tijd tussen invoering van het document en de evaluatie.
13. Maak meer gebruik van bestaande kennis die voortvloeit uit eerder uitgevoerd onderzoek en onderzoek uitgevoerd in andere rechtsstelsels.

8.1 INLEIDING

Uit het vorige hoofdstuk blijkt dat er in de evaluatieonderzoeken geen aansluiting is gezocht bij onder andere inzichten uit de gedragswetenschappen. Er werd daarom aanbevolen om psychologische kennis in de toekomst wel bij dergelijk onderzoek te betrekken aangezien dit waardevolle inzichten kan opleveren in onder meer de redenen waarom een informatiedocument wel of niet effectief is in het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten. In dit hoofdstuk wordt daartoe een eerste aanzet gegeven. Meer in het bijzonder wordt op basis van de gedragswetenschappelijke literatuur een antwoord gezocht op de vraag in hoeverre korte precontractuele informatiedocumenten voor financiële producten beleggers daadwerkelijk in staat stellen om producten te begrijpen en met elkaar te vergelijken. Dit zijn immers in hoofdzaak de doelen die wetgevers met dergelijke documenten nastreven.¹ Daarnaast nemen wetgevers een causaal verband aan tussen het verschaffen van informatie door middel van informatiedocument enerzijds en het nemen van een beleggingsbeslissing over financiële producten anderzijds. Illustratief is in dit verband wat de Europese wetgever schreef bij de introductie van het Key Information Document in 2018: 'Retailbeleggers moeten beschikken over de nodige informatie om een doordachte beleggingsbeslissing te nemen en om verschillende PRIIPs te vergelijken.'² Een dergelijke causaliteit wordt eveneens verondersteld bij de introductie van informatiedocumenten in Nederland, Engeland en Duitsland.

In dit hoofdstuk staat wederom de effectiviteit van informatiedocumenten centraal. Waar in het vorige hoofdstuk de resultaten van evaluatieonderzoeken werden weergegeven, wordt in dit hoofdstuk op basis van de literatuur verkend in hoeverre de beleidsdoelen zoals deze volgen uit de beleidstheorieën (hoofdstuk 2 tot en met 5) haalbaar zijn. Bij deze verkenning worden inzichten betrokken uit de

-
1. Ook het meest recente Europese *Key Information Document* heeft in hoofdzaak deze twee doelen (Verordening 1286/2014, overweging 15).
 2. Verordening 1286/2014, overweging 15.

Economische Psychologie (onderzoek door met name psychologen) en *Behavioral Finance* (onderzoek door economen).³

De literatuur om deze vraag te beantwoorden, kan in vier categorieën worden ingedeeld, namelijk (van het meest concreet naar algemeen):

1. Onderzoek dat betrekking heeft op de wijze waarop beleggers omgaan met korte precontractuele informatiedocumenten voor financiële producten (hoofdstuk 7).
2. Onderzoek dat betrekking heeft op de wijze waarop beleggers omgaan met financiële informatie.
3. Onderzoek dat betrekking heeft op financiële situaties.
4. Algemeen onderzoek naar bijvoorbeeld de wijze waarop mensen in diverse situaties beslissingen nemen.

De literatuurstudie die in het kader van dit hoofdstuk werd uitgevoerd brengt aan het licht dat er naast de in hoofdstuk 7 beschreven evaluatieonderzoeken vrijwel geen literatuur beschikbaar is die concreet betrekking heeft op de situatie waarin een belegger op basis van een kort informatiedocument een beslissing neemt over een financieel product (de eerste categorie). Slechts twee onderzoeken zijn mij daarvan bekend. In de eerste plaats een onderzoek van Walther (2014) naar de begrijpelijkheid van het Europese Key Investor Information Document in vergelijking met het Prospectus.⁴ Daarnaast bestudeerden Beshears e.a. (2011) de invloed van het Amerikaanse Vereenvoudigd Prospectus op de samenstelling van de beleggingsportefeuille.⁵ Een voorbeeld van onderzoek dat betrekking heeft op de wijze waarop beleggers omgaan met financiële informatiedocument (categorie 2) is de segmentering die de AFM heeft gemaakt van beleggers.

Al met al blijkt onderzoek dat in de eerste twee categorieën valt schaars te zijn. Om de effectiviteit van informatiedocumenten te bestuderen, is er tevens meer algemene literatuur geraadpleegd. In de eerste plaats literatuur die betrekking heeft op financiële situaties (de derde categorie). Daartoe is veelvuldig aansluiting gezocht bij het boek dat Van Raaij in 2016 publiceerde en dat een overzicht geeft van de meest recente wetenschappelijke inzichten in het financieel gedrag van consumenten. Naar de wijze waarop mensen beslissingen nemen, is zeer veel algemeen onderzoek verricht (categorie 4). Dit komt met name in het laatste deel van het hoofdstuk aan de orde. Desalniettemin is dit ook zoveel als mogelijk gebaseerd op literatuur die betrekking heeft op financiële situaties. Het blijkt dat veel inzichten uit de meer algemene literatuur (categorie 3 en 4) bekrachtigd worden door de

3. Zie over deze wetenschapsgebieden en hun onderlinge verhouding bijvoorbeeld Van Raaij 2016, p. xi-xii.

4. Walther 2015.

5. Beide onderzoeken komen uitgebreid aan de orde in paragraaf 8.5.2.1 waar wordt geschreven over de invloed van de lengte van informatiedocumenten en de hoeveelheid informatie, aangezien beide onderzoeken met name in dat licht werden uitgevoerd.

resultaten van de evaluatieonderzoeken naar het functioneren van informatiedocumenten die in het vorige hoofdstuk van het boek aan de orde kwamen (categorie 1 onderzoek). In dit hoofdstuk wordt daarom ook diverse malen naar deze onderzoeken verwezen, hoewel de kritische kanttekeningen die in het vorige hoofdstuk bij deze onderzoeken werden geplaatst uiteraard onverkort van toepassing zijn.

De opbouw van dit hoofdstuk is globaal genomen van concrete literatuur (categorie 1) naar meer algemene onderzoeken (categorie 4). In verband met de overzichtelijkheid is er echter wel voor gekozen om de effectiviteit te beschrijven aan de hand van een aantal thema's, namelijk 'de belegger', 'de motivatie van de belegger', 'financiële geletterdheid' en 'beslisstrategieën'. Dit leidt namelijk tot een meer logische opbouw. De keerzijde is dat de concrete en meer algemene literatuur enigszins met elkaar verweven is.⁶ Desalniettemin is getracht om door middel van deze inleiding, in de tekst en in de voetnoten daar zoveel als mogelijk inzicht in te verschaffen.

In paragraaf 8.2 wordt allereerst ingegaan op de doelgroep van informatiedocumenten: de belegger. In het bijzonder wordt aandacht besteed aan de invloed van persoonlijkheid op financieel gedrag aangezien deze nauw met elkaar verweven zijn. De AFM heeft bovendien een segmentatiemodel ontworpen op basis waarvan het mogelijk is om financieel beslisgedrag en de wijze waarop beleggers omgaan met informatie te verklaren en te voorspellen.⁷ Dit laatste biedt waardevolle inzichten voor onder meer wetgevers en komt in paragraaf 8.2.1 aan de orde.

Om te bereiken dat een informatiedocument beleggers inzicht geeft in een financieel product en helpt bij het vergelijken ervan, is het essentieel dat een belegger de stap zet om het document daadwerkelijk te raadplegen. Dit vormt het onderwerp van paragraaf 8.3. Hierbij zal met name aandacht worden besteed aan de motivatie van beleggers om zich in financiële aangelegenheden te verdiepen.

Als beleggers ertoe komen om het document te raadplegen, dan is het vervolgens van belang dat zij voldoende kennis en vaardigheden hebben om deze informatie te begrijpen. In dat verband speelt de financiële geletterdheid en genumerdheid van beleggers een rol (paragraaf 8.4).

Tot slot wordt ingegaan op de wijze waarop beleggers beslissingen nemen. Immers, het begrijpen en vergelijken van financiële producten heeft uiteindelijk tot doel dat beleggers betere beslissingen nemen. Er komen in paragraaf 8.5 daarom diverse beslisstrategieën aan de orde die daarbij een rol spelen (zogenoemde heuris-

6. Aangezien de algemene literatuur, zoals reeds geschreven, diverse malen wordt ondersteund door de inzichten uit bijvoorbeeld evaluatieonderzoeken is dit ook niet verwonderlijk.

7. Soms is ook een rol weggelegd voor een financieel adviseur. Zo stelt Prentice (2002, p. 1467-1469) dat mondelinge communicatie vaak relevanter is dan geschreven communicatie. Op de rol van een financieel adviseur in het beslisproces zal echter niet in het bijzonder worden ingegaan. Een groot deel van de beleggers, ruim de helft, blijkt namelijk zelfstandig te beleggen (zie AFM juni 2015). Bovendien spelen in een adviessituatie weer vele andere factoren een rol, waardoor de beschrijving erg gedetailleerd en omvangrijk zou worden. Dit zou de overzichtelijkheid van dit hoofdstuk niet ten goede komen.

tieken). De mogelijke implicaties die dergelijke beslisstrategieën hebben voor de effectiviteit van informatiedocumenten ten aanzien van de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid zullen worden beschreven. Eveneens zullen er suggesties voor verbetering worden gedaan. Deze verbeteringsvoorstellen vergen echter nader (empirisch) onderzoek.

Het zal blijken dat zich op alle bovengenoemde punten (de persoon van de belegger, diens motivatie, geletterdheid en genummerdheid en beslisstrategieën) belemmeringen kunnen voordoen voor de effectiviteit van informatiedocumenten. Dit leidt tot de conclusie dat het realiseren van de beleidsdoelen (bevorderen van de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van financiële producten) in de praktijk niet zo vanzelfsprekend is als de wetgever lijkt aan te nemen (paragraaf 8.6).

8.2 DE PERSOON VAN DE BELEGGER

Geen belegger is hetzelfde. Er bestaat een breed scala aan kenmerken waarin beleggers van elkaar kunnen verschillen. Te denken valt aan sociodemografische variabelen zoals leeftijd, culturele achtergrond, soort opleiding, niveau van de opleiding, beroep, samenstelling van het huishouden, inkomen, stabiliteit van het inkomen, woonsituatie en geldelijk vermogen.⁸ Sociale invloeden en emoties kunnen ook een rol spelen. Zo hebben mensen de neiging om gedrag van anderen te imiteren⁹ en anticiperen zij vaak op mogelijke spijt van hun beslissing.¹⁰ Deze en vele andere factoren kunnen beïnvloeden hoe een consument zich gedraagt op de financiële markten.

Uit de onderzoeken naar Europese informatiedocumenten die in het vorige hoofdstuk werden beschreven blijkt bijvoorbeeld dat de mate waarin consumenten informatie begrijpen binnen de Europese Unie sterk verschilt per land.¹¹ Ook blijkt dat opleiding, financiële kennis, ervaring met investeren en een hoger inkomen bijdragen aan de mate waarin beleggers informatie begrijpen.¹² Persoonskenmerken lijken eveneens gerelateerd te zijn aan de mate waarin beleggers gebruik maken van een informatiedocument over financiële producten. Zo blijkt het Duitse *Produktinformationsblatt* vaker gebruikt te worden door personen die zestig jaar en ouder zijn, een hoog inkomen en een hoge opleiding hebben.¹³

8. Van Raaij 2016, p. 24.

9. Idem.

10. Zie over emoties in het algemeen Ackert & Deaves 2010, p. 129 en hoofdstuk 10. Uit Hermalin & Isen 2000 blijkt dat emoties een belangrijke invloed hebben op het nemen van beslissingen, waarbij met name aandacht wordt besteed aan de positieve emoties. Een voorbeeld van een negatieve emotie wordt gegeven door Van Raaij (2016, p. 93) die schrijft over *regret aversion* dat betrekking heeft op het feit dat mensen graag willen voorkomen dat zij achteraf spijt hebben van hun beslissing en daar bij hun beslissing op anticiperen.

11. Bijvoorbeeld IFF Research & YouGov 2009, p. 47 en 130 en London Economics & Ipsos 2015, p. 123.

12. Bijvoorbeeld IFF Research & YouGov 2009, p. 64, 66 en 69 en Tiffe e.a. 2012, p. 33.

13. Habschick e.a. 2012, p. 8.

Ondanks het feit dat beleggers een heterogene groep zijn, heeft de Autoriteit Financiële Markten getracht om hen op basis van specifieke kenmerken in te delen in homogene groepen, zogeheten segmenten. Dergelijke segmenten geven inzicht in de verschillende beslisstijlen van consumenten bij het verzamelen en verwerken van informatie over en het kopen van financiële producten. Uit het vorige hoofdstuk blijkt dat TNS NIPO in het onderzoek naar de effectiviteit van de Financiële Bijsluiter gebruik maakte van deze segmenten. Enkele inzichten uit dat rapport zullen daarom ook in dit hoofdstuk worden gememoreerd aangezien het inzicht geeft in de rol die segmentering in deze context kan spelen. Hierna zal allereerst worden ingegaan op de segmentering van beleggers door de AFM (paragraaf 8.2.1). Een belangrijke factor die verschillen in financieel gedrag kan verklaren en voorspellen, is de persoonlijkheid van beleggers. Daarom zal in paragraaf 8.2.2 aandacht worden besteed aan persoonlijkheid in relatie tot financieel (keuze)gedrag.¹⁴

8.2.1 *Segmentatie op basis van beslisstijlen*

De markt van beleggers is allesbehalve homogeen. Desalniettemin is het mogelijk om beleggers in te delen in min of meer homogene segmenten.¹⁵ Een dergelijke indeling geeft de wetgever enig houvast om wetgeving te laten aansluiten bij de doelgroep of extra kwetsbare marktdeelnemers te beschermen. De inzichten kunnen er bijvoorbeeld toe bijdragen dat informatiedocumenten beter afgestemd worden op de kennis, kunde en beslisstijl van beleggers. Een segmentering die in het bijzonder relevant is voor het onderwerp van dit boek heeft betrekking op de beslisstijl van consumenten bij het kopen van financiële producten en het verzamelen en verwerken van informatie dat daaraan vooraf gaat. Dit segmentatiemodel is gebaseerd op tien vragen die in 2004 door TNS NIPO zijn ontwikkeld en getest.¹⁶

Uit het onderzoek van TNS NIPO blijkt dat er een sterke differentiatie bestaat in de manier waarop consumenten financiële beslissingen nemen: hun beslisstijl. Er worden allereerst twee elementen onderscheiden die van invloed zijn op de beslisstijl, namelijk: persoonskenmerken (waaronder de persoonlijkheid, betrokkenheid bij financiën, omgang met geld en gevoeligheid voor de sociale omgeving) en situationele kenmerken (onder andere de levensfase, financiële situatie en ervaring met financiële producten).¹⁷ Daarnaast worden er drie dimensies genoemd die een rol spelen bij de wijze waarop consumenten financiële beslissingen nemen:¹⁸

- intensief versus extensief: er veel of juist zo weinig mogelijk energie in steken;

14. Van Raaij 2016, p. 145.

15. Zie hierover uitgebreid Van Raaij 2016, p. 151-154.

16. AFM 2004.

17. Idem, p. 12-16.

18. Idem, p. 7.

- avontuurlijk versus zekerheidszoekend: het wel of niet uit de weg gaan van risico, nieuwe producten en ingewikkelde producten;
- individueel versus samen: alleen of samen met anderen beslissingen nemen.

Op grond van deze drie dimensies zijn de volgende vier segmenten te onderscheiden (tussen haakjes wordt vermeld hoeveel procent van de Nederlanders, respectievelijk van de Nederlandse beleggers, onder het segment valt¹⁹):²⁰

- *Beheersten* (Nederlanders: 45%; beleggers: 18%): zij steken veel energie in het beslisproces, willen niet voor verrassingen komen te staan en zoeken uitgebreid informatie. Uit onderzoek naar de Nederlandse Financiële Bijsluiter bleek dat met name 'Beheersten' de Financiële Bijsluiter lazen.²¹ Dit segment bleek bovendien de meeste informatiebronnen te gebruiken.²²
- *Ambitieuzen* (Nederlanders: 22%; beleggers 24%): deze groep beleggers wil met een gemiddelde inspanning het maximale resultaat bereiken en gaat, in vergelijking met andere segmenten, risico het minst uit de weg.
- *Adviesgevoeligen* (Nederlanders: 22%; beleggers: 36%): zij zijn het sterkst gericht op het samen nemen van beslissingen en vertrouwen op het advies van anderen. Zij worden niet gekenmerkt door intensief zoekgedrag. Adviesgevoeligen beperken het aantal alternatieven en de hoeveelheid informatie. Ook stoppen zij met zoeken zodra een product is gevonden dat voldoet. Zij zijn niet bepaald geïnteresseerd in financiën en financiële producten. Uit het onderzoek van TNS NIPO naar de Financiële Bijsluiter blijkt dat Adviesgevoeligen veel minder vaak de Financiële Bijsluiter lazen dan bijvoorbeeld de Beheersten.²³ Consumenten die in het segment Adviesgevoeligen vallen, raadpleegden bovendien over het algemeen de minste informatiedocumenten en vertrouwden in plaats daarvan vaker op het advies van de adviseur.²⁴
- *Gemaksgeoriënteerden* (Nederlanders: 11%; beleggers: 21%): beleggers in dit segment willen met een minimale inspanning en tijd het gewenste resultaat bereiken en zijn sterk op zekerheid gericht. Dit segment kiest liever voor eenvoudige en gemakkelijk te begrijpen producten.

Beheersten en Gemaksgeoriënteerden worden het minst kwetsbaar geacht.²⁵ Beheersten steken namelijk veel energie in het beslissingsproces en hebben een redelijk hoog kennisniveau. Daarnaast zijn zij risicomijdend en hebben zij tevens

19. GfK Panel Services 2011. Het is opvallend dat de grootste groep Nederlanders in de categorie 'Beheersten' valt, terwijl de grootste groep beleggers in het segment 'Adviesgevoeligen' valt.

20. AFM 2004, p. 7-10.

21. TNS NIPO 2009, p. 12.

22. Idem.

23. Idem.

24. Idem.

25. Overigens wordt ook opgemerkt dat niet zonder meer geconcludeerd kan worden dat het ene segment kwetsbaarder is dan het andere (AFM 2004, p. 10 en 11).

een relatief hoog geldelijk vermogen. Gemaksgeoriënteerden zijn ook minder kwetsbaar. Hoewel zij weinig energie steken in het beslissingsproces, kiezen zij altijd voor de meest veilige optie. Hierdoor komen zij later toch vrijwel nooit voor grote teleurstellingen of verrassingen te staan. Gemaksgeoriënteerden hebben echter minder financiële kennis en een zwakkere financiële positie dan de Beheersten.

Adviesgevoeligen en Ambitieuzen worden als kwetsbaar gekwalificeerd. Zo zijn Adviesgevoeligen enigszins naïef als het gaat om financiële producten. Zij leunen sterk op anderen, gedeeltelijk omdat zij financiën geen interessant onderwerp vinden. Veelal hebben zij een zwakke financiële positie. Ambitieuzen zijn hoger opgeleid, geïnteresseerd in financiën en hebben vaak ook een groter vermogen dan de andere segmenten. Deze groep is echter kwetsbaarder omdat het graag meer van zijn geld wil maken en bereid is risico's te nemen maar niet meer dan gemiddeld energie steekt in het nemen van financiële beslissingen. Overmoed ligt hierdoor op de loer. Voor alle segmenten geldt overigens dat een website het favoriete informatiekanaal is.²⁶

De afgelopen jaren is het aantal Beheersten onder de Nederlandse bevolking volgens de AFM toegenomen van 29 procent in 2004 naar ongeveer 45 procent in 2013.²⁷ Vooral het aandeel Gemaksgeoriënteerden is gedaald, namelijk van 18 procent in 2004 naar ruim 10 procent in 2013.²⁸ Een deel van de verklaring kan volgens de AFM worden gevonden in het feit dat consumenten zeggen vaker meer informatie en meer alternatieven te zoeken dan in 2004.²⁹ Ook zouden consumenten steeds vaker doorzoeken tot ze het beste product hebben gevonden.³⁰ Met andere woorden: *Satisficing*-gedrag³¹ is dus afgenomen omdat beleggers minder vaak stoppen met zoeken als ze een geschikt product hebben gevonden maar juist doorzoeken totdat ze het beste product gevonden hebben. Tegelijkertijd durven consumenten meer risico te nemen en nieuwe, ingewikkelde producten aan te schaffen.

In de onderzoeken naar de effectiviteit van informatiedocumenten voor financiële producten komen ook regelmatig aspecten naar voren die overeenkomen met de kenmerken van de beschreven segmenten. Zo blijken met name actieve beleggers het Engelse informatiedocument te lezen.³² Zij namen bijvoorbeeld ook vaak contact op met meerdere aanbieders van financiële producten om informatie op te vragen.³³ In een aantal jaren later gepubliceerd rapport over hetzelfde document wordt geschreven dat consumenten die geen financiële producten vergelijken zich

26. AFM 2004, p. 88-91.

27. GfK Panel Services 2013, p. 9 en AFM 2004, p. 20. Recentere cijfers zijn mij niet bekend. Uit de onderzoeksverantwoording bij de desbetreffende rapporten kan niet worden afgeleid of er bij de genoemde onderzoeken eenzelfde methode werd gehanteerd.

28. GfK Panel Services 2013, p. 9.

29. Idem.

30. Idem.

31. Zie daarover Simon 1956.

32. FSA 2000, p. 22 en 23.

33. Idem.

vaak laten leiden door bijvoorbeeld advies van een financieel adviseur.³⁴ Hoewel deze groep niet als zodanig wordt bestempeld, valt hierin het segment Adviesgevoeligen te herkennen.

8.2.2 *Persoonlijke verschillen: de Big Five*

Onder persoonlijkheid wordt verstaan: de set kenmerken en mechanismen binnen een persoon die relatief stabiel zijn in verschillende situaties³⁵ en die daardoor het gedrag van een persoon kunnen voorspellen en verklaren.³⁶ Sociodemografische variabelen die altijd van belang zijn in relatie tot de persoonlijkheid zijn volgens Van Raaij (2016): leeftijd, geslacht en opleidingsniveau.³⁷

Persoonlijkheid beïnvloedt beleggingsbeslissingen en de wijze waarop een belegger met informatie omgaat.³⁸ In deze subparagraaf zal persoonlijkheid worden beschreven aan de hand van het zogeheten *Big Five model*. Hoewel er kritiek geleverd is op dit model³⁹ en er vele andere classificaties van persoonlijkheidskenmerken bestaan, heeft het in de loop van de tijd de meeste aandacht en steun ontvangen van persoonlijkheidsonderzoekers.⁴⁰ Hetgeen hierna wordt geschreven in het kader van het Big Five Model is in grote lijnen ontleend aan Van Raaij (2016) omdat hij dit model op een treffende manier beschrijft in het licht van de relevantie ervan voor financieel gedrag.⁴¹ De Big Five persoonlijkheidsfactoren zijn:⁴²

1. extraversie;
2. emotionele stabiliteit;
3. meegaandheid (vriendelijkheid);
4. consciëntieusheid (nauwkeurigheid);
5. openstaan voor nieuwe ervaringen (openheid).

Op elk van deze persoonlijkheidskenmerken wordt nu kort ingegaan.

34. FSA 2003, p. 33.

35. Zoals intrapsychische, fysieke en sociale omstandigheden.

36. Larsen, Buss & Wismeijer 2013, p. 3 en voor een uitgebreidere toelichting p. 3-7. Zie tevens Van Raaij 2016, p. 146.

37. Van Raaij 2016, p. 24-25 en 145.

38. Durand, Newby & Sanghani 2008, p. 193-208 en Van Raaij 2016, p. 193. Meer concreet over de invloed die persoonlijkheid bijvoorbeeld lijkt te hebben op de samenstelling van een beleggingsportefeuille: Bucciol & Zarri 2015.

39. Zie bijvoorbeeld Block 1995 en McAdams 1992.

40. Aldus Larsen, Buss & Wismeijer 2013, p. 65. Het model wordt, zoals vermeld, ook uitgebreid beschreven door Van Raaij (2016), diverse verwijzingen in deze paragraaf zijn hieraan tevens ontleend.

41. Uiteraard zijn ook diverse andere bronnen geraadpleegd en bij de beschrijving betrokken.

42. Onder andere beschreven door Barrick & Mount 1991 en Norman 1963.

8.2.2.1 *Extraversie*

Extraversie staat tegenover introversie en deze uitersten kenmerken zich door de volgende aspecten:⁴³

- spraakzaam versus stil;
- openhartig en toegankelijk versus geheimzinnig en gesloten;
- assertief versus terughoudend;
- avontuurlijk versus voorzichtig;
- zoeken van spanning (*high arousal*) versus rustig en kalm (*low arousal*);
- sociaal versus teruggetrokken;
- warm versus koud;
- actief versus passief;
- impulsief versus weloverwogen;
- positieve emoties versus negatieve emoties.

In het kader van dit persoonlijkheidskenmerk is het voor de manier waarop beleggers beslissingen nemen vooral van belang dat extraversie gerelateerd is aan het nemen van meer en grotere risico's.⁴⁴

8.2.2.2 *Emotionele stabiliteit*

Het tegenovergestelde van emotionele stabiliteit is emotionele instabiliteit. De volgende opsomming geeft een beeld van de aspecten die bij de uitersten van deze kenmerken horen:⁴⁵

- evenwichtig versus nerveus en gespannen;
- rustig versus angstig;
- bedaard versus prikkelbaar;
- zeker versus onzeker;
- niet-hypochondrisch versus hypochondrisch;
- vriendelijk versus boos en vijandig;
- niet-depressief versus depressief;
- niet-kwetsbaar versus kwetsbaar;
- zelfbewust versus niet-zelfbewust;
- bedachtzaam versus impulsief.

Wanneer een persoon het persoonskenmerk angst heeft, dan is dat vaak aanwezig in vele situaties. Het hebben van veel of weinig angst is tevens de meest consistente voorspeller van het nemen van risico.⁴⁶ Mensen met het persoonskenmerk

43. Opsomming ontleend aan Van Raaij 2016, p. 146. Zie over deze aspecten Norman 1963 en eveneens Costa & McCrae 1992, p. 653-665 en Goldberg 1990.

44. Wong & Carducci 1991. Lauriola & Levin 2001 gaan daarnaast ook nog in op de relatie tussen het nemen van risico's en andere persoonlijkheidsfactoren van de Big Five.

45. Van Raaij 2016, p. 146. Zie over deze aspecten Norman 1963 en eveneens Costa & McCrae 1992, p. 653-665 en Goldberg 1990.

46. Lauriola & Levin 2001.

angst hebben namelijk een bias voor bedreigende informatie aangezien hun aandacht meer gericht is op dergelijke informatie.⁴⁷ Dit is wellicht een belangrijke oorzaak van hun afwijkende risicoperceptie waardoor zij risico's vaak hoger inschatten.⁴⁸ Mensen die laag scoren op extraversie en hoog op neurotisch gebied zijn bovendien meer risicomijdend en nemen daardoor dus minder vaak en kleinere financiële risico's.⁴⁹ Dat het inschatten van risico's afhankelijk is van het soort belegger blijkt ook uit een aantal onderzoeken die betrekking hebben op informatiedocumenten voor financiële producten.⁵⁰ Deze onderzoeken brengen naar voren dat naast persoonlijkheid ook ervaring een rol lijkt te spelen. Minder ervaren beleggers zouden namelijk geneigd zijn om informatie over de risico's als zeer risicovol te interpreteren.⁵¹ De Engelse toezichthouder schrijft in meer algemene zin dat een te waarschuwend document ertoe kan leiden dat consumenten worden afgeschrikt en te snel concluderen dat het product niet geschikt voor hen is.⁵² Daarnaast blijkt uit het Europese evaluatieonderzoek naar het Key Information Document dat een deel van de beleggers risico zoveel mogelijk wil vermijden vanwege negatieve ervaringen met en een gebrek aan vertrouwen in financiële instellingen ten gevolge van de financiële crisis van 2008.⁵³

8.2.2.3 *Meegaandheid*

Meegaandheid is het tegenovergestelde van vijandigheid. De volgende bipolaire aspecten illustreren beide uitersten:⁵⁴

- gemoedelijk versus prikkelbaar;
- sympathiek versus niet sympathiek;
- niet-jaloers aangelegd versus jaloers aangelegd;
- goedaardig en mild versus koppig en eigengereid;
- coöperatief en inschikkelijk versus negatief en competitief;
- vertrouwend en goedgelovig versus wantrouwend;
- altruïstisch versus egoïstisch;
- tolerant versus intolerant.

Wanneer iemand goed van vertrouwen is, dan kan dat ertoe leiden dat hij gemakkelijk advies van anderen aanneemt of akkoord gaat wanneer hem een financieel product wordt aangeboden.⁵⁵ Een dergelijk persoon zal vermoedelijk minder tijd

47. Gasper & Clore 1998.

48. Idem.

49. Van Raaij 2016, p. 148.

50. Bijvoorbeeld IFF Research & YouGov 2009, p. 56-60.

51. IFF Research & YouGov 2009, p. 150.

52. FSA 2003, p. 36.

53. London Economics & Ipsos 2015, p. 61.

54. Van Raaij, p. 146. Zie over deze aspecten Norman 1963 en eveneens Costa & McCrae 1992, p. 653-665 en Goldberg 1990.

55. Van Raaij 2016, p. 148.

besteden aan het zoeken van informatie dan iemand die wantrouwend is en bijvoorbeeld extra informatie gaat zoeken om zeker van zijn zaak te zijn (zie hierover ook hetgeen dat hiervoor werd geschreven over het segment 'Adviesgevoeligen').

Van Raaij bespreekt in dit verband het persoonskenmerk hebzucht. Deze persoonlijkheidstrek komt niet voor in de Big Five maar blijkt wel relevant te zijn voor financieel gedrag aangezien het verbonden is met onverzadigbaarheid, dat wil zeggen: steeds meer geld en andere dingen willen hebben.⁵⁶ Hebzucht is eveneens gerelateerd aan enkele aspecten die hiervoor werden opgesomd, zoals competitief ingesteld zijn, jaloezie en niet meegaand zijn.⁵⁷ Dit alles kan financieel gedrag beïnvloeden.

8.2.2.4 *Consciëntieusheid*

Consciëntieusheid is het tegenovergestelde van chaotisch en ongeorganiseerd zijn. Het kan worden geïllustreerd door middel van de volgende tegengestelde aspecten:⁵⁸

- competent versus niet competent;
- zelfdiscipline en geordend versus chaotisch en ongeordend;
- plichtsgetrouw versus onzorgvuldig;
- verantwoordelijk en betrouwbaar versus onverantwoordelijk en onbetrouwbaar;
- doelen nastreven versus zelfvoldaan;
- bedachtzaam versus impulsief;
- nauwgezet versus gewetenloos;
- doorzetten versus opgeven en onberekenbaar zijn;
- veel wilskracht versus weinig wilskracht.

Consciëntieuze mensen zijn vaak doelgerichter en verantwoordelijker in hun financiële gedrag. Zij zullen veelal doordacht en zorgvuldig een financiële beslissing nemen op basis van relevante informatie en vergelijkingen.⁵⁹ Ook lezen zij over het algemeen vaker informatie over financiële producten dan mensen die deze persoonlijkheidstrek niet hebben.⁶⁰

8.2.2.5 *Openstaan voor ervaringen*

Sommige mensen staan meer open voor ervaringen dan anderen. De volgende aspecten geven een beeld van deze tegenstelling:⁶¹

56. Krekels & Pandelare 2015.

57. Seuntjens e.a. 2015.

58. Van Raaij 2016, p. 146. Zie over deze aspecten Norman 1963 en eveneens Costa & McCrae 1992, p. 653-665 en Goldberg 1990.

59. Van Raaij 2016, p. 149.

60. Idem.

61. Van Raaij 2016, p. 146. Zie over deze aspecten Norman 1963 en eveneens Costa & McCrae 1992, p. 653-665 en Goldberg 1990.

- vindingrijk en fantasierijk versus eenvoudig en direct;
- kunstzinnig en esthetisch gevoel versus geen gevoel voor kunstzinnige en esthetische dingen;
- intellectueel en reflectief versus niet-reflectief en beperkte blik;
- nieuwe ideeën versus traditionele opvattingen;
- precies en verfijnd versus grof en lomp;
- actief en impulsief versus passief en terughoudend;
- hoge versus lage behoefte aan kennis (*need for cognition*).

Mensen die open staan voor ervaringen zullen vaker nieuwe financiële producten en diensten uitproberen.⁶² Zij staan veelal open voor informatie.⁶³ Impulsieve mensen⁶⁴ nemen beslissingen over het algemeen minder zorgvuldig en zullen vaker impulsaankopen doen.⁶⁵ Zij besteden meestal minder aandacht aan informatie en het vergelijken van alternatieven. Van Raaij geeft hiervoor diverse redenen waaronder het snel willen nemen van een beslissing om te kunnen profiteren van de voordelen van de gekozen optie, de negatieve emoties en moeite die het afwegen en nemen van een beslissing kunnen veroorzaken en het willen vermijden van *opportunity costs* ten gevolge van het verwerken van veel informatie.⁶⁶ Daarnaast blijken de genoemde persoonlijkheidstrekken ook van invloed op de mate waarin beleggers risico's nemen. Zo concluderen Nicholson e.a. dat mensen die hoog scoren op extraversie, openstaan voor ervaringen en laag op neurose, meegaandheid en consciëntieusheid vaker risico nemen.⁶⁷

8.3 HET GAAN LEZEN VAN INFORMATIE: MOTIVATIE

Om te bereiken dat een informatiedocument eraan bijdraagt dat beleggers financiële producten beter begrijpen en met elkaar vergelijken is het van belang dat zij ook daadwerkelijk het document gaan lezen. In paragraaf 8.2 werd reeds geschreven dat de persoonlijkheid van een belegger hierbij een rol speelt. Motivatie blijkt eveneens een factor van betekenis bij de stap van een belegger om zich in het product te verdiepen.

Onder financiële motivatie valt onder meer de wil om zich in financiële producten te verdiepen en doordachte beslissingen te nemen.⁶⁸ Het is gerelateerd aan de *need for cognition* zoals dat reeds kort aan de orde kwam in paragraaf 8.2. *Need for cognition* betekent in de financiële context: de wil om financiële aangelegenheden te

62. Van Raaij 2016, p. 150.

63. Idem.

64. Dit is vaak gerelateerd aan de persoonlijkheidskenmerken 'openstaan voor ervaringen' en 'consciëntieusheid'.

65. Van Raaij 2016, p. 150.

66. Idem, p. 150 en 151.

67. Nicholson e.a. 2005, p. 164 en 170.

68. Van Raaij 2016, p. 130.

begrijpen en daarover na te denken.⁶⁹ Mensen zijn over het algemeen weinig gemotiveerd om zich te verdiepen in financiële producten en niet geïnteresseerd in financiële aangelegenheden. Dit blijkt onder meer uit diverse evaluatieonderzoeken naar het functioneren van precontractuele informatiedocumenten voor financiële producten.⁷⁰ Consumenten hebben namelijk vaak geen zin of te weinig interesse om een dergelijk document te gaan lezen.⁷¹ Zo gaven intermediairs in een onderzoek naar het Engelse document aan, dat consumenten volgens hen liever vragen stellen aan hun tussenpersoon dan dat zij moeite doen om zelf een document te begrijpen.⁷² Bovendien vergaren consumenten in de aanloop naar de aanschaf van een financieel product soms geen informatie omdat zij daar simpelweg geen tijd aan willen besteden.⁷³ Hierdoor bestaat het gevaar dat beleggers zich onvoldoende in financiële producten verdiepen en deze niet met elkaar vergelijken waardoor zij uiteindelijk een onoverwogen beleggingsbeslissing nemen.

Hoewel mensen liever geen tijd en energie aan financiële zaken willen besteden, weet men veelal wel dat dit belangrijk is.⁷⁴ Deze paradox hangt mogelijk samen met het feit dat de energie om over dingen na te denken (cognitieve inspanning te leveren) niet onbeperkt is.⁷⁵ Bovendien kan tijd maar eenmaal worden besteed en zijn er vele andere activiteiten die gedaan moeten worden of waaraan iemand de voorkeur geeft zoals werk, huishoudelijke werkzaamheden, hobby's en tijd doorbrengen met familie en vrienden. Er zijn aanwijzingen dat mensen vaker bereid zijn om zich in informatie te verdiepen als het persoonlijk relevant is en persoonlijke implicaties heeft.⁷⁶ Dit wordt bevestigd door de resultaten van evaluatieonderzoeken naar de effectiviteit van informatiedocumenten.⁷⁷ Zo zou het presenteren van de informatie in vraag- en antwoordvorm het voor een belegger gemakkelijker maken om de informatie op zichzelf te betrekken.⁷⁸ Zij zouden hierdoor minder het gevoel hebben dat er bij wijze van spreken 'een bak informatie over hen wordt uitgestort' maar dat er voor hen relevante vragen die zij zelf hadden kunnen

69. Idem. Zie in het bijzonder over de need for cognition: Cacioppo & Petty 1982.

70. FSA 2000, p. 26.

71. Dit blijkt bijvoorbeeld uit het in 2004 gepubliceerde onderzoek naar de Financiële Bijsluiter: Millward / Brown Centrum 2004, p. 23. Ook uit het enkele jaren later uitgevoerde onderzoek naar de Financiële Bijsluiter blijkt dat gemakzucht één van de belangrijkste redenen is om dit document niet te gebruiken (TNS NIPO 2009, p. 15).

72. IFF Research & YouGov 2009, p. 149.

73. Millward Brown/Centrum 2004, p. 14-15.

74. Van Raaij 2016, p. 15.

75. Idem, p. 9. Zie hierover ook Muraven & Baumeister 2000, p. 255.

76. Petty e.a. 1994, p. 121 en European Insurance and Occupational Pensions Authority 24 januari 2013, p. 18.

77. Zo achtten consumenten het Key Features Document niet belangrijk omdat zij de relevantie ervan voor hun persoonlijke situatie niet zagen (FSA 2000, p. 23). Ook het opnemen van een zogeheten 'personal details box' (een informatieonderdeel met persoonlijke gegevens van de consument zoals diens naam en adres) gaf consumenten het gevoel dat het document over hen ging, waardoor zij het vaker lazen, aldus FSA 2003, p. 16.

78. FSA 2003, p. 23.

stellen van een antwoord worden voorzien. Mogelijk kan kleurgebruik de aantrekkelijkheid van het document ook vergroten en daarmee beleggers motiveren om het document te lezen. De resultaten van de onderzoeken naar informatiedocumenten spreken elkaar echter op dit punt tegen. Zo zouden Engelse consumenten kleurgebruik in het Key Features Document aantrekkelijk vinden terwijl participanten in het onderzoek van Tiffe naar het Duitse Produktinformationsblatt daarover sterk van mening verschilden.⁷⁹ Of kleurgebruik beleggers motiveert om het document te gaan lezen en te blijven lezen zou derhalve nader onderzocht moeten worden.

8.4 LEZEN VAN INFORMATIE: FINANCIËLE GELETTERDHEID EN FINANCIËLE GENUMMERDHEID

Om een financieel product te kunnen begrijpen is het van belang dat beleggers voldoende kennis en vaardigheden hebben. Wanneer dit ontbreekt dan leidt dit er niet alleen toe dat mensen financiële producten niet snappen, maar ook dat zij de informatie verkeerd interpreteren.⁸⁰ In dit verband zijn de concepten 'financiële geletterdheid' (in het Engels: *financial literacy*) en 'financiële genummerdheid' (in het Engels: *financial numeracy*) relevant.⁸¹ Op beide concepten zal in deze paragraaf worden ingegaan.

Financiële geletterdheid is het begrijpen van financiële concepten, zoals financieel risico en rente, het begrijpen van financiële producten en de vaardigheden om deze kennis te gebruiken voor (goed) financieel gedrag.⁸² Uit vele onderzoeken komt naar voren dat lage financiële geletterdheid wijdverbreid is en zelfs veelvuldig voorkomt in goed ontwikkelde landen zoals Engeland, Nederland en Duitsland.⁸³ Mensen blijken op dit punt wel aanzienlijk van elkaar te verschillen. Diverse persoonlijke en sociaaleconomische factoren kunnen een verklaring vormen voor de mate van financiële geletterdheid van een persoon, zoals leeftijd, geslacht, socio-economische klasse en etniciteit.⁸⁴ Zo scoren mannen over het algemeen hoger dan vrouwen en is financiële geletterdheid het laagst onder jongeren en ouderen en het hoogst in het midden van de levenscyclus.⁸⁵ Daarnaast is oplei-

79. Tiffe e.a. 2012, p. 26.

80. Ben-Shahar & Schneider 2014, p. 89.

81. Huston (2010, p. 310) schrijft bijvoorbeeld dat financiële geletterdheid enigszins kan voorspellen hoe mensen zich op financieel gebied gedragen.

82. Aldus Van Raaij 2016, p. 131. Huston (2010, p. 306) onderscheidt eveneens zowel financiële kennis als de vaardigheden om deze kennis toe te passen in financieel gedrag. Over de precieze definitie van financial literacy is zeer veel geschreven aangezien de opvattingen over dit concept verschillen, zie hierover onder andere Hung, Parker & Yoong 2009 en Remund 2010.

83. Zie voor een mooi overzicht Lusardi & Mitchell juni 2011, p. 9. Over Engeland: FSA 2006. Over Nederland: Van Rooij, Lusardi & Alessi 2007. Duitsland: Bucher-Koenen & Lusardi 2011 en Pahnke & Honekamp 2010.

84. Zie hierover uitgebreid Mak & Braspenning 2012, p. 320-321.

85. Mandell 2008, p. 263. Lusardi & Mitchell 2014, p. 17-21 en Lusardi & Mitchell juni 2011, p. 10.

ding sterk gecorreleerd aan financiële geletterdheid, hoewel financiële geletterdheid zelfs bij mensen met een hoge opleiding laag is.⁸⁶

Beleggers blijken vaak al moeite te hebben met zeer eenvoudige beleggingstaken.⁸⁷ Dit is niet verbazingwekkend aangezien zelfs de meest basale kennis die nodig is voor het nemen van een goede financiële beslissing lijkt te ontbreken.⁸⁸ Dit kan ernstige implicaties hebben voor het nemen van financiële beslissingen.⁸⁹ Zo is diverse malen het verband aangetoond tussen financiële geletterdheid en het nemen van goede financiële beslissingen, waarbij gebrek aan financiële geletterdheid lijkt te resulteren in slechte financiële beslissingen.⁹⁰ Een belegger zonder financiële geletterdheid ontbreekt het namelijk onder meer aan de mogelijkheden om te bepalen welke factoren zijn beslissing zouden moeten beïnvloeden. Uit Engels onderzoek blijkt bijvoorbeeld dat veel beleggers de risico's en kosten niet als relevante determinanten van hun beleggingsbeslissing zien.⁹¹

Volgens Willis is de lage financiële geletterdheid gerelateerd aan de wil om andere dingen te doen en aan een gebrek aan motivatie, hij schrijft: 'People are financially illiterate not because they are stupid, but because they have better things to do with their time. The hours of study they would need to invest to attempt to reach literacy are unlikely to generate positive returns.'⁹²

Financiële genummerdheid is de vaardigheid om berekeningen over financiële zaken uit te voeren. In zekere zin kan het worden gezien als een aspect van financiële geletterdheid (namelijk als een vaardigheid die nodig is om financiële producten te kunnen begrijpen). Anderzijds kan het ervan worden onderscheiden omdat het een specifieke vaardigheid betreft. Zo blijkt juist de financiële genummerdheid een belangrijke rol te spelen bij het nemen van financiële beslissingen op diverse terreinen.⁹³ Ook met de vaardigheid om financiële berekeningen uit te voeren is het bij beleggers vaak slecht gesteld. Zo bleek in het Verenigd Koninkrijk dat slechts 11% van de respondenten in staat was om vijf relatief eenvoudige vragen

86. Lusardi & Mitchell juni 2011, p. 9.

87. Chater e.a. 2010, p. 8.

88. Lusardi & Mitchell 2007, p. 35-44 en Lusardi 2008. Dit terwijl voor veel beslissingen zelfs gevorderde financiële geletterdheid is vereist, evenzo Lusardi 2015, p. 264.

89. Lusardi & Mitchell 2007.

90. Zie hierover uitgebreid Hilgert & Hogarth 2003, p. 309-322. Anderen betwijfelen causaal verband tussen financiële geletterdheid en het nemen van 'goede' financiële beslissingen, zie Guiso & Viviano 2013.

91. FSA 2004, p. 23 en 29.

92. Willis 2008, p. 202.

93. Zie voor een overzicht Lusardi 2012, p. 8-10.

hierover allemaal goed te beantwoorden.⁹⁴ De resultaten van ander onderzoek zijn niet veelbelovender. Zo blijkt ongeveer de helft van de beleggers moeite te hebben met eenvoudige vragen als: 1) Levert \$100 met een jaarlijkse rente van 2 procent per jaar na 5 jaar meer, minder of precies \$102 op?⁹⁵ en 2) Als de inflatie 2 procent is en je jaarlijks 1 procent rente krijgt over je spaargeld, kun je dan na 1 jaar meer, minder of hetzelfde kopen dan op dit moment?⁹⁶

Onder de landen met de hoogste financiële genummerdheid vallen Duitsland en Nederland, hoewel ook in deze landen de financiële geletterdheid niet bepaald hoog is.⁹⁷ Er lijkt een verband te bestaan tussen goed zijn in wiskundige testen en een hoge score op het gebied van financiële genummerdheid.⁹⁸

Hoewel de financiële geletterdheid en genummerdheid laag zijn, lijkt het beleggers aan dit bewustzijn te ontbreken. Veel beleggers blijken namelijk hun eigen financiële geletterdheid en genummerdheid te overschatten en denken daardoor onterecht dat zij op hun financiële kennis en vaardigheden kunnen vertrouwen.⁹⁹ Zij zijn zich dus meestal niet bewust van hun eigen tekortkomingen.¹⁰⁰ Een dergelijke zelfoverschatting is problematisch omdat mensen die zichzelf overschatten ervan uitgaan dat zij voldoende kennis hebben om een beslissing te nemen en tevens minder open staan voor veranderingen in de omgeving en nieuwe informatie (zie paragraaf 8.5.2.3).¹⁰¹ Hoewel veel mensen hun financiële geletterdheid en genummerdheid overschatten, zijn er ook aanwijzingen in omgekeerde richting. Zo zouden mensen met lage financiële geletterdheid afgeschrikt worden doordat zij dingen niet begrijpen en daardoor niet participeren op de aandelenmarkt.¹⁰² Het is overigens paradoxaal dat zelfs mensen die aangeven dat het belangrijk is om financiën goed te kunnen begrijpen, toch laag scoren op vragen over financiële geletterdheid, zoals over rente, inflatie, krediet en sparen.¹⁰³

In de onderzoeken naar de effectiviteit van informatiedocumenten voor financiële producten wordt veelvuldig ingegaan op de vraag of beleggers het document begrijpen en een enkele keer wordt dit eveneens gerelateerd aan de

94. Banks & Oldfield 2007, p. 150. De vragen waren (zie pagina 149): 1) In a sale, a shop is selling all items at half price. Before the sale, a sofa costs £300. How much will it cost in the sale?, 2) If the chance of getting a disease is 10 per cent, how many people out of 1,000 would be expected to get the disease?, 3) A second hand car dealer is selling a car for £6,000. This is two-thirds of what it cost new. How much did the car cost new?, 4) If 5 people all have the winning numbers in the lottery and the prize is £2 million, how much will each of them get?, 5) Let's say you have £200 in a savings account. The account earns ten per cent interest per year. How much will you have in the account at the end of two years?

95. Het antwoord is: meer.

96. Het antwoord is: minder. Voor de resultaten van dit onderzoek: Lusardi & Mitchell, februari 2011.

97. Lusardi 2012, p. 4.

98. Lusardi & Mitchell juni 2011, p. 9.

99. OECD 2005, p. 43-44.

100. Zie hierover Lusardi & Mitchell 2014, p. 15.

101. Van Raaij 2016, p. 131.

102. Yoong 2011.

103. Van Raaij 2016, p. 31.

mate waarin beleggers financieel geletterd zijn. Zo wordt in een Europees onderzoek dat voorafgaand aan de introductie van het Key Investor Information Document werd uitgevoerd geconcludeerd dat een aanzienlijk deel van de consumenten onvoldoende kennis heeft om te weten hoe beleggingsfondsen werken.¹⁰⁴ Dit heeft volgens het rapport tot gevolg dat beleggers soms verkeerde conclusies trekken uit de informatie die hen in het document verschaft wordt. Uit diverse evaluatieonderzoeken blijkt dat consumenten met een hogere financiële geletterdheid beter kunnen omgaan met de informatie en vragen over het financiële product veelal beter beantwoorden.¹⁰⁵ Desalniettemin zijn de verschillen met minder financieel geletterde beleggers klein.¹⁰⁶ Veel informatie in de informatiedocumenten blijkt namelijk te moeilijk voor beleggers.¹⁰⁷ Zo vinden zij technische financiële termen vaak intimiderend en verwarrend, hetgeen mogelijk samenhangt met een lage financiële geletterdheid.¹⁰⁸ Bepaalde concepten, zoals kapitaalgaranties, zijn bij beleggers namelijk vaak niet bekend.¹⁰⁹ Moeilijk taalgebruik zou bovendien bij consumenten regelmatig tot verwarring leiden en tot gevolg hebben dat zij het document terzijde leggen.¹¹⁰ Sommige documenten, zoals het Key Features Document, blijken ook een te groot aantal getallen te bevatten die moeilijk te begrijpen zijn.¹¹¹ Cijfers schrikken sommige consumenten bovendien af om het document te gaan lezen.¹¹² Met name percentages blijken voor veel consumenten ingewikkeld.¹¹³

Hoe kan ervoor worden gezorgd dat de lage financiële geletterdheid en financiële genummerdheid een minder grote belemmering vormt voor het gaan lezen en het begrijpen van informatiedocumenten over financiële producten? In de literatuur wordt er veel geschreven over de vraag of financiële educatie een positieve bijdrage kan leveren aan het verhogen van de financiële geletterdheid.¹¹⁴ Zonder hierover al te veel in detail te treden kan worden geconcludeerd dat de opvattingen en resultaten van onderzoeken hieromtrent niet eenduidig zijn.¹¹⁵ Zo trekt Willis de effecten van financiële educatie op financieel gedrag in twijfel. Hij spreekt van '*financial education fallacy*' omdat financiële educatie volgens hem tot meer zelfvertrouwen of zelfs tot zelfoverschatting leidt, terwijl de financiële vaardigheden

104. IFF Research & YouGov 2009, p. 42.

105. Idem, p. 8, London Economics & Ipsos 2015, p. 125 en FSA 2003, p. 16.

106. Idem.

107. Bijvoorbeeld FSA 2000, p. 27-28 en Millward Brown/Centrum 2004, p. 23.

108. IFF Research & YouGov 2009, p. 150.

109. London Economics & Ipsos 2015, p. xiv en FSA 2003, p. 46.

110. IFF Research & YouGov 2009, p. 51 en FSA 2000, p. 19.

111. FSA 2003, p. 55.

112. Idem, p. 20.

113. Idem, p. 46.

114. In het onderzoek van de FSA naar het Key Features Document in 2000 wordt bijvoorbeeld benadrukt dat financiële educatie van consumenten van groot belang is (FSA 2000, p. 26).

115. Zie voor een overzicht Van Raaij 2016, p. 134-138.

niet verbeteren.¹¹⁶ Ook Fernandes, Lynch en Netemeyer (2014) vonden in een meta-analyse van 201 onderzoeken slechts een klein effect van financiële educatie op financieel gedrag.¹¹⁷

Naast financiële educatie zijn er andere manieren denkbaar waarmee tegemoet gekomen kan worden aan de lage financiële kennis en vaardigheden. Zo opperde bijvoorbeeld de Engelse toezichthouder dat het wenselijk is om informatiedocumenten te vereenvoudigen omdat dit het aantrekkelijker zou kunnen maken voor beleggers.¹¹⁸ Ook in andere rapporten over de effectiviteit van financiële informatiedocumenten voor beleggers wordt geconcludeerd dat de informatie op de meest eenvoudige wijze gepresenteerd en moeilijk taalgebruik zoveel als mogelijk vermeden moet worden.¹¹⁹ Uit hoofdstuk 6 bleek reeds dat wetgevers in diverse landen lijken te streven naar vereenvoudiging en begrijpelijkheid. Het is echter maar de vraag of dit voldoende effect zal hebben. Financiële producten zijn naar hun aard immers complex waardoor het wellicht onmogelijk is om deze in eenvoudige bewoordingen uit te leggen. Daar komt nog bij dat ondanks dit streven naar begrijpelijkheid en eenvoudig taalgebruik, documenten desondanks in de praktijk nog steeds veel jargon en Engelse termen bevatten.¹²⁰ Daarnaast is het denkbaar dat vereenvoudigen van informatie tot meer zelfvertrouwen leidt, waardoor beleggers hogere risico's zouden kunnen nemen.

Een derde oplossing die voor de hand ligt, is het verbieden van te complexe producten.¹²¹ Nog afgezien van de vraag in hoeverre er ook verantwoordelijkheid rust op de consument om zich te verdiepen in een financieel product, lijkt dit toch geen succesvolle oplossing. Immers, zoals werd geschreven zijn de financiële geletterdheid en genummerdheid van beleggers vaak zelfs te laag om eenvoudige financiële producten te begrijpen. Het verbieden van complexe producten lijkt in dat verband dus slechts een druppel op een gloeiende plaat.

Wellicht zou de oplossing eerder gezocht moeten worden in het reduceren van de risico's die beleggers kunnen lopen, hoewel daaraan eerst een politieke discussie vooraf zou moeten gaan over de wenselijkheid van een dergelijke maatregel die door sommigen als 'paternalistisch' of zelfs 'hard paternalistisch' bestempeld zal worden. Wat daar ook van zij, het verschaffen van informatie terwijl eigenlijk te verwachten is dat het onderwerp van de informatie voor het overgrote deel van de beleggers te ingewikkeld is, lijkt in ieder geval paradoxaal.¹²²

116. Willis 2011.

117. Fernandes, Lynch & Netemeyer 2014, p. 1861.

118. FSA juli 2008, p. 29.

119. Bijvoorbeeld London Economics & Ipsos 2015, p. xii, FSA 2000, p. 19 en Westerheide e.a. 2010, p. 7 en 93.

120. Dit zijn in ieder geval mijn bevindingen na bestudering van diverse informatiedocumenten.

121. Zie over de moeilijkheden die complexe financiële producten veroorzaken voor beleggers Schwarcz 2009, p. 216-236.

122. Zo concludeert Walther (2015, p. 145) dat een groot deel van de beleggers niet in staat is om het Key Investor Information Document te begrijpen. Dit is opvallend, aangezien het aantal personen met een hoge opleiding een relatief groot gedeelte van de populatie uitmaakt (p. 145-146).

8.5 BESLISSTRATEGIEËN

In deze paragraaf staat de wijze waarop beleggers beslissingen nemen op basis van informatie centraal. Immers, als beleggers gemotiveerd zijn om een informatiedocument te lezen en voldoende kennis en vaardigheden hebben om dit te snappen, dan is vervolgens de vraag: leidt dit ertoe dat zij een beter beeld krijgen van financiële producten, producten met elkaar vergelijken en heeft dit invloed op de beslissing die zij uiteindelijk nemen?

Lange tijd werd uitgegaan van de zogeheten *Homo Economicus* die volgens Thaler en Sunstein: ‘...can think like Albert Einstein, store as much memory as IBM’s Big Blue, and exercise the willpower of Mahatma Gandhi.’¹²³ Omdat de aannames die ten grondslag liggen aan dit beeld van de belegger overeenkomen met het beeld van de belegger dat de wetgever aanvankelijk had en nu ten dele nog steeds lijkt te hebben, wordt hieraan allereerst kort aandacht besteed (paragraaf 8.5.1). De wijze waarop beleggers beslissingen nemen blijkt echter minder rationeel te zijn. Mensen maken bij hun beslissingen namelijk gebruik van heuristieken (in het Engels: *heuristics*) die het nemen van een beslissing versnellen en vereenvoudigen. Dit kan echter leiden tot fouten, zogeheten *biases*. Deze heuristieken en biases komen in paragraaf 8.5.2 aan de orde en worden beschreven in het licht van het onderwerp van dit proefschrift, namelijk het nemen van beleggingsbeslissingen op basis van informatie.

8.5.1 *Het normatieve model: de belegger als Homo Economicus*

Volgens de Britse filosoof Jeremy Bentham streven mensen naar geluk en proberen zij anderzijds pijn zoveel mogelijk te vermijden.¹²⁴ In zekere zin ging de wetgever er met name in het verleden¹²⁵ van uit dat een belegger op een daarmee vergelijkbare wijze een beleggingsbeslissing neemt. Op basis van aan de belegger verschaft informatie zou hij inzicht moeten krijgen in financiële producten en deze met elkaar vergelijken om uiteindelijk een zo goed mogelijk financieel product te kiezen en ongewilde risico’s en kosten te voorkomen. De assumpties zijn in dat geval dat de belegger rationeel is, alle relevante informatie in ogenschouw neemt, zich inspant en in staat is om dit te begrijpen, financiële producten vergelijkt en uiteindelijk tot een beleggingsbeslissing komt die optimaal is in de gegeven omstandigheden.

Een dergelijk beeld van de belegger als ‘Homo Economicus’ is gebaseerd op het normatieve model (ook wel het Neoklassieke model genoemd). Dit model beschrijft de assumpties achter rationeel gedrag. Enkele kenmerken van de Homo Economicus zijn op basis van dit model:

123. Thaler & Sunstein 2008, p. 6.

124. Bentham 1781/2000.

125. Zie daarover uitgebreid deel 1 van dit boek.

- Actief en met een open blik nadenken: open staan voor informatie ook als dit niet in overeenstemming is met eigen opvattingen of meningen.
- *Probability theory*: het toepassen van wiskundige en statistische regels om bijvoorbeeld de kans te berekenen dat een bepaalde gebeurtenis zich zal voordoen.¹²⁶
- *Logica*: een beslissing baseren op een zuivere redenering.
- *Expected utility theory*:¹²⁷ het toepassing van deze theorie in een situatie waarbij er verschillende alternatieven zijn en er sprake is van risico. De berekening die daartoe uitgevoerd moet worden is: de kans van iedere mogelijke uitkomst vermenigvuldigen met de kans dat een dergelijke uitkomst zich voordoet.¹²⁸ De optie met de hoogste uitkomst, heeft de hoogste *expected utility* en zou daarom gekozen moeten worden.

In de loop van de jaren bleek uit onderzoek dat mensen zich vaak niet gedragen zoals het normatieve model veronderstelt. Zo weerlegden Kahneman & Tversky de Expected utility theory door de introductie van een alternatieve theorie: de *Prospect Theory*.¹²⁹ Deze theorie heeft betrekking op de situatie waarin mensen moeten kiezen tussen verschillende alternatieven waarbij risico een rol speelt maar waarvan de kans dat zich een bepaalde uitkomst voordoet onbekend is. Op basis van deze theorie doen verliezen in verhouding meer pijn dan eenzelfde winst plezierig is. Ten gevolge hiervan zou het vermijden van verlies een sterkere prikkel achter gedrag zijn dan het streven naar winst.¹³⁰ De Prospect Theory ligt ten grondslag aan vele heuristieken en biases.¹³¹ Naast de introductie van een alternatieve theorie voor de Expected utility theory bleek in de loop van de tijd dat de beslissstrategieën van mensen niet overeenkomen met het normatieve model. Dit heeft ertoe geleid dat er in de loop van de tijd afscheid werd genomen van de belegger als 'Homo Economicus' en er veel onderzoek werd gedaan naar de wijze waarop beleggers daadwerkelijk beslissingen nemen. Hieraan zal nu aandacht worden besteed.

126. Zie bijvoorbeeld Ash 2008, p. 1.

127. Von Neumann en Morgenstern hebben hiervoor de basis gelegd in hun boek (1944/2007).

128. Ackert & Deaves 2010, hoofdstuk 1 en Hardman 2009, p. 66. De huidige utility theory is, zoals reeds werd geschreven, ontwikkeld door Neumann en Morgenstern (Neumann & Morgenstern 1944/2007). Een nauw daaraan verbonden theorie is de theory of expected value. Op basis van deze theorie zou een rationele beslisser de waarde van de uitkomst moeten meewegen bij de kans dat een dergelijke uitkomst zich voordoet.

129. Kahneman & Tversky 1979 en Tversky & Kahneman 1992. Daarnaast zijn er in de loop van de jaren vele alternatieven voor de expected utility geïntroduceerd. Zo weerlegde Allais een van de assumpties van de expected utility theory, namelijk Savage's sure-thing principle (Savage 1954) door de Allais paradox (Allais 1953a en Allais 1953b). Ook beschreef Bernouilli een spel, de zogeheten 'St. Petersburg paradox' dat aantoonde dat de Expected Value Theory onjuist moet zijn (Bernouilli 1954).

130. Zie over andere implicaties van de Prospect Theory uitgebreid Van Raaij 2016, p. 174-177.

131. Van Raaij 2016, p. 175.

8.5.2 *De Homo Sapiens: heuristieken en biases*

De wijze waarop mensen beslissingen nemen, is niet zo rationeel en gebaseerd op logica als neoklassieke economische modellen doen voorkomen. Fouten maken is menselijk, evenals het niet nastreven van het hoogst mogelijke nut. Kenmerkend voor de wijze waarop mensen beslissingen nemen is dat zij gebruik maken van heuristieken. Heuristieken zijn mentale processen om cognitieve inspanning te verminderen en daarmee het proces voorafgaand aan het nemen van een beslissing te versnellen en te vereenvoudigen.¹³² Wanneer de complexiteit van een beslissing toeneemt zullen heuristieken vaker een rol spelen.¹³³ Heuristieken kunnen echter leiden tot fouten, zogeheten *biases*.

Hierna zal op diverse heuristieken en biases worden ingegaan. Voorafgaand aan deze bespreking dient een aantal kanttekeningen geplaatst te worden. In de eerste plaats wordt in deze paragraaf slechts een selectie van heuristieken en biases beschreven. Gezien de grote hoeveelheid heuristieken en biases is het namelijk onmogelijk om deze allemaal in de beschrijving te betrekken. De heuristieken en biases zijn geselecteerd omdat ze 1) veelvuldig worden beschreven in de literatuur met betrekking tot financieel (beslis)gedrag en daarmee de sterkste wetenschappelijke basis hebben en 2) op het eerste gezicht het meest van toepassing zijn op beleggers die met behulp van een informatiedocument een beslissing nemen over de aanschaf van een financieel product. In de tweede plaats is het van belang om te vermelden dat getracht is om de beschrijving van de heuristieken en biases zo bondig mogelijk te doen. Hierover is namelijk reeds talrijke literatuur beschikbaar.¹³⁴ Er is in plaats daarvan voor gekozen om aan deze literatuur een bijdrage te leveren door daar een descriptieve analyse aan toe te voegen van de mogelijke implicaties van de beschreven beslisstrategieën voor de effectiviteit van informatiedocumenten in het licht van de beleidsdoelen. Met de tweede kanttekening hangt de derde kanttekening samen, namelijk dat het slechts een descriptieve beschrijving betreft van de beslisstrategieën. Het is noodzakelijk om naar de beschreven mogelijke implicaties van de beslisstrategieën voor de effectiviteit van informatiedocumenten onderzoek te doen. In de vierde plaats moet worden benadrukt dat de resultaten van onderzoeken die ten grondslag liggen aan de beschreven heuristieken en biases niet per definitie gegeneraliseerd kunnen worden naar andere situaties. Immers, zeer veel factoren kunnen een rol spelen, waardoor voorzichtigheid betracht moet worden met het trekken van al te stellige conclusies. De aanbevelingen die in dit hoofdstuk worden geformuleerd dienen ook in dit licht te worden gezien. Iedere belegger is namelijk uniek, iedere situatie is anders en diverse factoren kunnen op een niet altijd te voorspellen wijze met elkaar interacteren (dat bleek reeds uit de vorige paragrafen). Zo kan de persoonlijkheid van de belegger

132. Capuano & Ramsay 2011, p. 149 en Grandori 2010, p. 480.

133. Kahn & Baron 1995, p. 305.

134. Zie bijvoorbeeld Ackert & Deaves 2010, Baker & Nofsinger 2010 en Van Raaij 2016.

en het segment waartoe hij behoort invloed hebben op diens beleggingsstrategie. Informatie over dergelijke interacties is echter schaars en het zou met name wenselijk zijn dat er meer onderzoek wordt gedaan naar de relatie tussen het segment waartoe een belegger behoort en de beslisstrategie die hij kiest. Al met al is het te snel aannemen van een causaal verband tussen de invloed van een heuristiek en de implicaties die dit heeft voor de effectiviteit van een informatiedocument daarom onwenselijk. Hetgeen in deze paragraaf wordt geschreven betreft aldus mogelijke implicaties die desalniettemin aannemelijk zijn maar nader onderzoek vergen in de concrete context: het nemen van een beslissing door een particuliere belegger op basis van een kort informatiedocument.¹³⁵

Tot slot kan de indruk ontstaan dat het gebruik maken van heuristieken bestempeld kan worden als irrationeel. Het is in dit kader van belang om erop te wijzen dat er kortweg twee stromingen bestaan in de literatuur, hoewel het onderscheid meer zwart-wit lijkt dan het daadwerkelijk is.¹³⁶ Enerzijds wordt door onder meer Kahneman gesteld dat heuristieken irrationeel zijn omdat ze kunnen leiden tot irrationele, niet-optimale beslissingen.¹³⁷ Herbert Simon ontwikkelde echter de term '*bounded rationality*' waarmee hij bedoelde dat beslissingen worden beïnvloed door imperfecte informatie, cognitieve verwerking en tijd.¹³⁸ Gigerenzer bestudeerde dit concept en kwam tot de conclusie dat mensen zogeheten *fast and frugal heuristics* gebruiken om zodoende om te gaan met beperkte informatie, beperkte tijd en complexe berekeningen.¹³⁹ Hij bestempelt het gebruik maken van heuristieken echter niet als irrationeel omdat het volgens hem beslisstrategieën zijn die ieder mens in de loop van zijn leven heeft ontwikkeld en die hun effectiviteit bewezen hebben omdat ze bijvoorbeeld tijd besparen en in veel gevallen een goede uitkomst hebben. Het kan echter wel tot irrationele beslissingen leiden.¹⁴⁰ Ter illustratie, het is ondoenlijk om in een supermarkt alle pakken vla met elkaar te vergelijken op alle denkbare kenmerken. In dat geval kan het kiezen van een pak vla dat je kent (het toepassen van de *recognition heuristic*, zie paragraaf 8.5.2.4) tijdsbesparend zijn en tot een prima keuze leiden. Het is echter niet altijd de meest optimale

135. En zelfs bij dergelijk onderzoek spelen zeer veel factoren een rol (bijvoorbeeld verschillen tussen beleggers) waardoor algemene conclusies vermoedelijk lastig getrokken kunnen worden (zie hierover eveneens hoofdstuk 9).

136. Dit onderscheid kwam ik op het spoor door deelname aan de Summerschool over 'Bounded Rationality' dat van 27 juni 2016 tot en met 5 juli 2016 plaatsvond aan het Max Planck Institute for Human Development in Berlijn.

137. Zie hierover bijvoorbeeld Kahneman 2014.

138. Simon 1957, p. 198.

139. Gigerenzer & Todd 1999, Gigerenzer 2016 en Gigerenzer & Brighton 2009 (waarin ook wordt ingegaan op de zogeheten *ecological rationality* waarbij de vraag centraal staat: in welke omgeving zal een heuristiek succesvol zijn en in welke niet?).

140. Hier toont zich dat het verschil tussen de opvatting van Kahneman enerzijds en Gigerenzer anderzijds niet zo groot is. Het belangrijkste verschil is dat Kahneman het irrationele karakter van heuristieken benadrukt doordat het soms ook ongewenste uitkomsten kan hebben. Gigerenzer erkent echter ook dat het gebruik maken van heuristieken niet altijd tot rationele en optimale uitkomsten leidt.

keuze. Een pak vla is uiteraard een relatief onschuldig voorbeeld. Het participeren op de financiële markten brengt voor beleggers echter veel grotere risico's met zich. Op de heuristieken en biases die in die context een rol kunnen spelen wordt in het hiernavolgende nader ingegaan.

8.5.2.1 *Hoeveelheid informatie en hoeveelheid keuzes*

Information overload

Meer informatie en meer keuzes klinkt in eerste instantie wenselijk maar blijkt een belemmering te kunnen vormen bij beleggen en het nemen van een beleggingsbeslissing.¹⁴¹ Wanneer er teveel informatie is dan wordt dit *information overload* genoemd.¹⁴² Het kan ertoe leiden dat de beleggingstaak moeilijker wordt vanwege 1) moeilijkheden om alle informatie te verwerken, 2) moeilijkheden om alternatieven met elkaar te vergelijken en 3) moeilijkheden om te bepalen welke optie de beste keuze is.¹⁴³ Dit kan tot gevolg hebben dat mensen hun beslissing uitstellen, kiezen voor de *default optie*¹⁴⁴ of informatie negeren¹⁴⁵ en in plaats daarvan hun toevlucht zoeken tot heuristieken.¹⁴⁶

In de onderzoeken die in hoofdstuk 7 werden beschreven komt regelmatig naar voren dat consumenten die overwegen om een financieel product aan te schaffen vaak te maken krijgen met information overload. Dit komt in de eerste plaats doordat een informatiedocument zelf vaak een grote hoeveelheid tekst en informatie bevat.¹⁴⁷ Een grote hoeveelheid tekst blijkt ertoe te leiden dat beleggers het document moeilijk te begrijpen vinden en moeilijkheden ondervinden met het vergelijken van producten.¹⁴⁸ Ook zou een grote tekst tot gevolg hebben dat consumenten het document vaak niet lezen.¹⁴⁹ Volgens Engelse aanbieders van financiële producten leidt een grote hoeveelheid informatie in een document als het Key Features Document ertoe dat consumenten onvoldoende geprikkeld worden om op zoek te gaan naar meer informatie.¹⁵⁰ Ook kan een grote hoeveelheid informatie

141. Australian Securities and Investments Commission (ASIC) 2008, p. 6.

142. Uit onderzoek blijkt dat juist de personen die het meeste hulp nodig hebben (zoals mensen met een lage financiële geletterdheid), het meeste last lijken te hebben van information overload. Zie hierover Hung, Heinberg & Yoong 2010, p. 4.

143. Van Raaij 2016, p. 18, Iyengar & Lepper 2000 en Schwartz 2004, onder andere p. 23.

144. Een standaardkeuze wanneer geen andere beslissing wordt genomen.

145. IFF Research & YouGov 2009, p. 147.

146. Better Regulation Executive & National Consumer Council 2007, p. 7 en Malhotra 1984.

147. Onder andere Millward / Brown Centrum 2004, p. 19 en 39.

148. IFF Research & YouGov 2009, p. 149, London Economics & Ipsos 2015, p. xii en 199 en FSA 2007, p. 9.

149. IFF Research & YouGov 2009, p. 147, FSA 2007, p. 13-14, FSA 2003, p. 55, FSA 2000, p. 22 en 23 en Millward Brown/Centrum 2004, p. 23.

150. FSA 2000, p. 15.

afleiden van het hoofddoel van het document, aldus de Engelse toezichthouder in een onderzoek naar het Key Features Document.¹⁵¹

In de evaluatieonderzoeken worden aanbevelingen geformuleerd die de informatie overload van een document kunnen verminderen. In de eerste plaats wordt diverse malen aanbevolen dat een informatiedocument niet te lang mag zijn en dat de hoeveelheid informatie beperkt moet zijn.¹⁵² Daarnaast werd er in een door de Engelse toezichthouder uitgevoerd onderzoek geconcludeerd dat informatie overload verminderd zou kunnen worden door het in vraag- en antwoordvorm en met behulp van bulletpoints presenteren van de informatie.¹⁵³ Dit zou het namelijk gemakkelijker maken om informatie te vinden, omdat de tekst wordt opgedeeld in kleinere stukken tekst. Ook in Nederlands onderzoek naar de Financiële Bijsluiter werd aanbevolen om onder meer ter reductie van de informatie overload opsommend uit te leggen wat het product inhoudt of gebruik te maken van grafische weergaven.¹⁵⁴

Ten tweede krijgen beleggers die overwegen om een financieel product aan te schaffen vaak te maken met zeer veel informatie, zoals brochures, websites, brieven en informatiedocumenten.¹⁵⁵ Engelse consumenten die na het lezen van het Key Features Document op zoek gingen naar meer informatie raakten daardoor juist meer in verwarring.¹⁵⁶ In het Nederlandse onderzoek van TNS NIPO naar de Financiële Bijsluiter werd meer in het bijzonder aandacht besteed aan de wijze waarop consumenten omgaan met de grote hoeveelheid informatie over complexe financiële producten die beschikbaar is.¹⁵⁷ Daaruit blijkt dat consumenten met veel financiële kennis en interesse veelal in staat zijn om de hoeveelheid informatie te beperken tot een overzichtelijk geheel. Consumenten met minder financiële kennis zien door de grote hoeveelheid informatie vaak door de bomen het bos niet meer. Echter, voor hen blijkt een kort document als de Financiële Bijsluiter wel meerwaarde te hebben als een kort en overzichtelijk document dat de informatie overload vermindert.¹⁵⁸ Ook in Duitsland werd een kort en begrijpelijk document, het Produktinformationsblatt voor pensioenproducten, gezien als een oplossing voor de intransparantie en de grote hoeveelheid informatie die op dat moment over deze producten beschikbaar was.¹⁵⁹

Hoewel de introductie van wettelijk verplichte informatiedocumenten dus door de korte aard kan leiden tot minder informatie overload, neemt de hoeveelheid

151. FSA 2007, p. 28.

152. Bijvoorbeeld Millward / Brown Centrum 2004, p. 7, waarin werd aanbevolen dat de Financiële Bijsluiter kort moet zijn. Zie eveneens Habschick e.a. 2012, p. 108.

153. FSA 2003, p. 23-24.

154. Millward / Brown Centrum 2004, p. 33.

155. Bijvoorbeeld Westerheide e.a. 2010, p. 6 en 74 en Millward Brown/Centrum 2004, p. 15.

156. FSA 2000, p. 15.

157. TNS NIPO 2009, p. 17.

158. Idem, p. 18.

159. Westerheide 2010, p. 6.

informatie door een nieuw document in absolute zin wel toe. Zo is bijvoorbeeld het Europese Key Information Document geen vervanging voor bestaande documenten maar een nieuw document bij de reeds bestaande documenten. Dit blijkt ook uit de gevolgen van de introductie van dit document in de diverse rechtssystemen. Alleen in Nederland leidde het KID er tot dusverre toe dat de Financiële Bijsluiter werd vervangen, in andere rechtssystemen was het simpelweg een nieuw document naast de bestaande documenten. Dit kan tot gevolg hebben dat beleggers het gevoel hebben dat zij overspoeld worden met informatie en daardoor wettelijke informatiedocumenten gaan negeren of dat heuristische een grotere rol gaan spelen bij de beleggingsbeslissing.¹⁶⁰ In dit licht zou het het overwegen waard zijn dat onder andere op Europees niveau wordt gezien in hoeverre het aantal wettelijke informatiedocumenten beperkt kan worden. Daarnaast zou de introductie van een kort informatiedocument zoals het Key Information Document wellicht kunnen leiden tot een reductie van de informatie overload, namelijk als beleggers het beschouwen als een document waar vrijwel alle relevante informatie in staat die nodig is voor het nemen van een beleggingsbeslissing of als een waardevolle handleiding om andere informatie te raadplegen. In dat geval zouden beleggers, in ieder geval in eerste instantie, een groot deel van de andere informatie kunnen negeren en zou het een positieve bijdrage kunnen leveren aan de overzichtelijkheid. Wellicht kan reclame de bekendheid van het document vergroten en kan het bevorderen dat het document daadwerkelijk als samenvattend document gaat fungeren.¹⁶¹ Op deze wijze zou een nieuwe informatiedocument als het KID daadwerkelijk kunnen leiden tot informatiereductie.

Het verkorten van informatie lijkt echter niet altijd invloed te hebben op de keuze die beleggers maken. In het onderzoek van Beshears e.a. (2009) ontvingen participanten a) alleen het Prospectus, b) alleen de samenvatting van het Prospectus of c) de samenvatting van het Prospectus en was het Prospectus op verzoek beschikbaar. Participanten ontvingen 20 dollar voor hun deelname. Zij kregen de opdracht om met 100.000 dollar een portfolio samen te stellen. Wanneer hun keuze succesvol bleek dan konden zij daarmee een extra beloning verdienen. Uit het experiment volgt dat een vier pagina's tellende samenvatting van het Prospectus geen gevolgen had voor de wijze waarop de beleggingsportefeuille werd samengesteld in vergelijking met de situatie waarin participanten een volledig Prospectus ontvingen.¹⁶² Het had dus geen invloed op hun beleggingsbeslissing. Het enige voordeel bleek te zijn dat participanten minder tijd en energie besteedden aan het nemen van hun beslissing.¹⁶³ Opgemerkt moet worden dat dit een onderzoek betrof naar een Amerikaans informatiedocument en dat deelnemers aan het onder-

160. Optem 2008, p. 49.

161. Namelijk een kort en objectief document dat inzicht geeft in de belangrijkste kenmerken van een financieel product.

162. Beshears e.a. 2009.

163. Idem, p. 3.

zoek geen goede representatie lijken van de populatie. Participanten waren namelijk allemaal medewerkers van de universiteit van Harvard. Venti (2011) stelt bovendien dat deze resultaten in zekere zin geen verbazing wekken omdat een samenvatting van het prospectus wel korter is dan het Prospectus maar nog steeds niet eenvoudig is omdat het veel jargon, voorbeelden met ingewikkelde getallen en ingewikkelde grafieken bevat.¹⁶⁴

Recentelijker werd er door Walther (2015) onderzoek uitgevoerd naar onder meer de begrijpelijkheid van het Europese Key Investor Information Document (een kort document) in vergelijking met het Prospectus (een lang document). Dit onderzoek betreft dus concreet het onderwerp waarop dit boek betrekking heeft. In het online onderzoek kregen participanten 10.000 euro die zij dienden te investeren. De ene groep participanten ontving het Key Investor information Document. De tweede groep ontving het vele pagina's langere Prospectus. Voordat zij de opdracht kregen om een portefeuille samen te stellen, dienden participanten te reageren op diverse stellingen die betrekking hadden op de volledigheid, begrijpelijkheid en beknoptheid van het informatiedocument dat zij hadden ontvangen. Bovendien werd hun gevraagd in hoeverre zij van mening waren dat zij goed geïnformeerd waren over beleggingsfondsen en of zij zichzelf in staat achtten om verschillende fondsen of producten met elkaar te vergelijken na het lezen van de documenten daarvan. Wederom bestond de *sample* met name uit studenten. Uit de resultaten blijkt dat het Key Investor Information Document met het oog op het nemen van een beleggingsbeslissing wordt beoordeeld als informatiever, beter vergelijkbaar en behulpzamer dan het Prospectus. Volgens participanten is dit document namelijk aantrekkelijker en wekt het meer de belangstelling van de lezer.¹⁶⁵ Ook wordt de opbouw van het Key Investor Information Document meer gewaardeerd dan dat van het Prospectus, hetgeen eveneens geldt voor de beknoptheid en behulpzaamheid.¹⁶⁶ De participanten die het korte document ontvingen vonden het bovendien begrijpelijker en voelden zich beter geïnformeerd dan de participanten die het langere Prospectus lazen.¹⁶⁷ Desalniettemin gaf vijftig procent van de participanten aan niet in staat te zijn om de informatie in het korte document te begrijpen.¹⁶⁸ Het blijkt bovendien dat het Key Investor Information Document leidde tot minder information overload in vergelijking met de proefpersonen die het veel omvangrijkere Prospectus ontvingen.¹⁶⁹ Hoewel het verkorten van informatie dus een goede ontwikkeling lijkt in het licht van het reduceren van de invloed van information overload, dient hierbij opgemerkt te worden dat beleggers

164. Venti 2011, p. 96-98.

165. Walther 2015, p. 134.

166. Idem, p. 134-136.

167. Idem, p. 136.

168. Idem, p. 136.

169. Idem, p. 137. Tevens concludeert Walther dat het Key Investor Information Document in vergelijking met het Prospectus door de participanten als informatiever, beter vergelijkbaar en behulpzamer wordt beoordeeld (p. 145).

in een niet-experimentele setting met veel meer informatie geconfronteerd zullen worden dan in deze studie.¹⁷⁰ Het is interessant om te bezien of in een dergelijk geval vergelijkbare resultaten worden gevonden.

Choice overload

Wanneer er teveel keuzeopties zijn, dan kan dit *choice overload* tot gevolg hebben. Dit komt veelal de kwaliteit van een beslissing niet ten goede aangezien het kan leiden tot inactief gedrag en het uitstellen van beslissingen.¹⁷¹ Daarnaast zou het er volgens Willis toe leiden dat beleggers veelal niet op een rationele manier beslissingen nemen en hun financiële kennis niet of onvoldoende aanwenden.¹⁷²

Schwartz (april 2004) bestempelt de negatieve effecten van te veel keuzes zelfs als de '*tyranny of choice*'.¹⁷³ Er doet zich daarbij een opvallende paradox voor, die door Schwartz de *Paradox of Choice* wordt genoemd.¹⁷⁴ Uit vele onderzoeken blijkt namelijk dat consumenten de voorkeur geven aan zoveel mogelijk keuzemogelijkheden aangezien hen dit een gevoel van autonomie en vrijheid zou geven (zogeheten '*choice preference*').¹⁷⁵ Dit botst echter met de problemen die in de praktijk het gevolg zijn van een dergelijk uitgebreid keuzearsenaal.¹⁷⁶ Een van de studies waarin dit duidelijk naar voren komt, is een experiment waarin consumenten informatie kregen over elf kenmerken van zes beleggingsfondsen.¹⁷⁷ Hieruit bleek dat de participanten vonden dat zij teveel opties in ogenschouw moesten nemen, zich overspoeld voelden, het nemen van een beslissing stressvol en moeilijk vonden en het als een opluchting ervaarden als zij uiteindelijk een beslissing hadden genomen.

De markt voor financiële producten is echter niet beperkt tot zes beleggingsfondsen. Sterker nog, er wordt een onoverzienbare hoeveelheid sterk van elkaar verschillende financiële producten aangeboden die vaak zeer complex zijn.¹⁷⁸ Hierdoor lijkt er per definitie sprake van choice overload. Dat een kort informatiedocument een overzicht geeft van de belangrijkste kenmerken van een financieel product, kan de keuze wellicht enigszins vergemakkelijken. Echter, het aantal keuzemogelijkheden wordt hiermee niet gereduceerd. Al met al lijkt het risico dus groot dat de beschreven problemen zich voordoen.

170. Dit wordt overigens ook door de onderzoekers als een beperking van hun onderzoek genoemd (namelijk op p. 145).

171. Dalal & Morduch 2009, p. 3.

172. Willis 2008, p. 228-229.

173. Schwartz april 2004, p. 71.

174. Schwartz 2004.

175. Idem, p. 100.

176. Zie voor een metastudie naar choice overload: Chernev, Böckenholt & Goodman 2015.

177. Agnew & Szykman 2005, p. 64-66.

178. Zeker als het bijvoorbeeld PRIIPs betreffen. Zie daarover uitgebreid hoofdstuk 2 van dit boek.

De vrije markt lijkt er voorslagnog aan in de weg te staan dat het aantal producten op de financiële markten wordt beperkt. Als dit al mogelijk en wenselijk¹⁷⁹ wordt geacht, dan is bovendien de vraag: Tot hoeveel producten moet het aanbod gereduceerd worden om choice overload te voorkomen of te verminderen, tien, twintig, veertig, honderd, tweehonderd? Uit het reeds beschreven voorbeeld bleek dat participanten bij zes beleggingsfondsen al choice overload ervoeren. Om choice overload te verminderen lijkt het daarom heilzamer om het aanbod van financiële producten overzichtelijker te maken door een duidelijke categorisatie.¹⁸⁰

8.5.2.2 Presentatie en formulering van informatie

Framing effect

De wijze waarop informatie over bijvoorbeeld risico's en kosten wordt gepresenteerd kan invloed hebben op de beslissing die een belegger neemt.¹⁸¹ Dit wordt het *framing effect* genoemd.¹⁸² De invloed van de presentatie en formulering van de informatie op een beslissing hangt onder meer samen met het feit dat mensen een sterke wil hebben om verliezen te vermijden (*loss aversion*).¹⁸³ Deze prikkel is sterker dan de wil om winst te maken, hetgeen reeds in paragraaf 8.5.2.1 werd beschreven in het kader van de *Prospect Theory*. Dit heeft tot gevolg dat mensen bereid zijn om meer risico te nemen om verliezen te vermijden dan om winst te behalen. Wanneer informatie wordt gepresenteerd met de nadruk op mogelijke verliezen (negatieve frame) dan kan dit er dus toe leiden dat mensen vaker risico nemen. In geval van positieve framing waarbij de mogelijke winst wordt benadrukt, zijn mensen daarentegen over het algemeen risico-avers. Objectief gezien identieke informatie kan door de wijze van presenteren en de formulering dus invloed hebben op de beslissing die een belegger neemt. Het lijkt daarom wenselijk dat de manier waarop onder meer de kosten en risico's wordt beschreven, door de

179. Het beperkt immers bijvoorbeeld ook de keuzemogelijkheden van beleggers en kan uit dien hoofde ook onwenselijk zijn.

180. Dit laatste wordt bijvoorbeeld ook door Van Raaij (2016, p. 213) voorgesteld in het kader van een menukeuze in een restaurant.

181. Zie over framing en loss aversion bijvoorbeeld Van Raaij 2016, p. 173-174. Een bekende illustratie van de effecten van positieve en negatieve framing is de *Asian Disease scenario* (Tversky & Kahneman 1981) waarbij werd geschetst dat een Aziatische ziekte aan 600 mensen het leven zou kosten. De groep die geconfronteerd werd met een oplossing waarbij de nadruk lag op het aantal mensen dat zou overleven, bleek bereid minder risico te nemen (namelijk slechts 28%) dan de groep die een oplossing kreeg aangedragen waarbij de nadruk lag op het aantal mensen dat zou overlijden (in dat geval koos 78% van die groep voor het nemen van risico). In dit verband is de *Prospect Theory* relevant waaruit onder andere blijkt dat verliezen een grotere impact hebben dan het maken van winst (zie daarover paragraaf 8.5.1).

182. Zie over de effecten daarvan op financieel gedrag Van Raaij 2016, p. 173-174.

183. Een voorkeur voor de veiligste optie werd door 62% van de beleggers in een onderzoek als een van de redenen genoemd voor de keuze van hun beleggingsproduct, zie Chater, Huck & Inderst 2010, p. 163.

wetgever wordt gestandaardiseerd.¹⁸⁴ Hiertoe is gedetailleerde standaardisatie wenselijk, aangezien niet alleen de visuele weergave maar ook de formulering van informatie de keuze van de belegger kan beïnvloeden. Wellicht kan daartoe een informatiedocument-generator beschikbaar worden gesteld die gebruikt kan worden voor het opstellen van een document.¹⁸⁵ Een dergelijk hulpmiddel was bijvoorbeeld beschikbaar voor de Nederlandse Financiële Bijsluiter. De grote diversiteit aan producten zou echter onder meer een belemmering kunnen vormen voor standaardisatie.

Primacy effect

Ook de plaats van de informatie in het document is van belang. Dit kan worden verklaard door het zogeheten *primacy effect* waardoor de informatie die een belegger als eerste leest, veelal de informatie die in het begin van het document staat, de meeste impact heeft.¹⁸⁶ In dezelfde lijn, hoewel niet expliciet wordt verwezen naar het primacy effect, wordt onder meer door de Engelse toezichthouder in een onderzoek naar het Key Features Document geschreven dat de belangrijkste informatie in het begin moet staan.¹⁸⁷ Uit bestudering van de documenten voor financiële producten die in dit boek beschreven worden, blijkt dat de informatieonderdelen veelal min of meer chronologisch worden weergegeven waarbij allereerst algemene gegevens over bijvoorbeeld de aanbieder en vervolgens informatie over de doelstellingen van het product wordt gegeven. Vanwege de invloed die het primacy effect kan hebben, zou het wenselijk kunnen zijn dat wordt nagedacht en eventueel onderzoek wordt gedaan naar de volgorde waarop de informatie in het document wordt opgenomen. De onderzoeken naar de mate waarin consumenten de informatieonderdelen van documenten over financiële producten belangrijk vinden blijken elkaar echter soms tegen te spreken (zie hoofdstuk 7). Ook dit vergt nader onderzoek.

Ambiguity aversion

Hiervoor werd reeds geschreven dat mensen verliezen willen vermijden waardoor zij bij voorkeur veelal voor de meest veilige optie kiezen. Dit moet onderscheiden

184. Uit het onderzoek van Chater, Huck & Inderst (2010, p. 9) blijkt dat standaardisatie een beleggingsbeslissing kan verbeteren, hoewel daarbij moet worden aangetekend dat het een eenvoudige beleggingstaak betrof.

185. Een dergelijke aanbeveling wordt ook gedaan in het onderzoek van Westerheide e.a. 2010 (p. 10) naar het Produktinformationsblatt. Daarnaast pleit bijvoorbeeld Tiffe e.a. (2012, p. 27) eveneens voor standaardisatie.

186. Ackert & Deaves 2010, p. 85.

187. FSA 2009, p. 8. Een dergelijke aanbeveling wordt ook geformuleerd in het onderzoek van Westerheide e.a. (2010, p. 14).

worden van de zogeheten *ambiguity aversion bias*, namelijk het verkiezen van voorzienbare en kenbare risico's boven risico's die onbekend zijn.¹⁸⁸

Hoewel mensen risico-avers zijn, verkiezen zij risico's boven onzekerheid.¹⁸⁹ Gezien de *ambiguity aversion bias* lijkt het wenselijk dat in ieder informatiedocument de transparantie over de mogelijke risico's zo groot mogelijk en wat betreft transparantie gelijk is. Wanneer dit niet het geval is of verschilt per document dan kan de *ambiguity aversion bias* ertoe leiden dat een belegger een financieel product met een voorspelbaar groter risico verkiest boven een financieel product waarvan het risico minder duidelijk is maar feitelijk lager blijkt te zijn. Bovendien kan onduidelijkheid ervoor zorgen dat consumenten het informatiedocument niet verder gaan lezen. Uit Engels onderzoek naar het Key Features Document blijkt namelijk dat informatie die niet wordt begrepen door consumenten vaak terzijde wordt gelegd als 'gevaarlijk'.¹⁹⁰

8.5.2.3 Zelfoverschatting en het zoeken van bevestiging

Overconfidence

Veel mensen overschatten hun kennis en vaardigheden, in de literatuur ook wel *overconfidence* genoemd. Ook bij het nemen van financiële beslissingen blijkt zelfoverschatting een rol te spelen.¹⁹¹

Zelfoverschatting kan diverse onwenselijke gevolgen hebben. Zo kan het leiden tot het onderschatten van risico's.¹⁹² Daarnaast kan het zich uiten in een *illusion of knowledge*: de incorrecte aanname dat veel informatie leidt tot een meer geïnformeerde beslissing zonder in aanmerking te nemen of de persoon goed is in het interpreteren van deze informatie.¹⁹³ Mensen kunnen zichzelf tevens overschatten door te denken dat zij controle hebben over situaties en gebeurtenissen die objectief gezien oncontroleerbaar zijn, de zogeheten *illusion of control*.¹⁹⁴ Deze aanname kan ertoe leiden dat beleggers er bijvoorbeeld van overtuigd zijn dat negatieve gebeurtenissen, zoals het instorten van de aandelenmarkt, hen niet zullen overkomen. Doordat zij soms optimistischer zijn dan objectief gezien realistisch is, worden onder andere risico's niet altijd goed ingeschat.¹⁹⁵ Bij Europees onderzoek dat voorafgaand aan de introductie van het Key Information Document werd uitgevoerd, werd *overconfidence* expliciet in het onderzoek betrokken. Dit leidde tot

188. Een groot deel van de mensen, namelijk tweederde, in een studie waarin participanten een portfolio moesten samenstellen, bleek in meer of mindere mate *ambiguity averse* te zijn, zie Ahn e.a. 2009, p. 24.

189. Ackert & Deaves 2010, p. 89.

190. FSA 2000, p. 18.

191. Glaser, Nöth & Weber 2004, p. 536, Van Raaij 2016, p. 92-93 en Willis 2008, p. 235-236.

192. March & Shapira 1987, p. 1406.

193. Willis 2008, p. 235.

194. Langer 1975, p. 311.

195. Capuano & Ramsay 2011, p. 133.

een opvallende constatering namelijk dat de mensen die zichzelf overschatten op het gebied van financiële kennis bijna alle vragen *slechter* beantwoordden dan mensen die zichzelf niet overschatten.¹⁹⁶

De overconfidence bias kan er bovendien toe leiden dat beleggers een informatiedocument niet denken nodig te hebben of de informatie anders interpreteren omdat zij bijvoorbeeld denken dat de daarin beschreven risico's zich niet zullen voordoen. Zo noemden Nederlandse beleggers als een van de redenen om geen informatie over een financieel product te vergaren dat zij naar eigen zeggen al voldoende van het product afwisten.¹⁹⁷ Mogelijk is dit ook gerelateerd aan zelfoverschatting, hoewel deze conclusie in het desbetreffende onderzoek niet wordt getrokken.

Uit onderzoek blijkt dat de overconfidence bias gereduceerd kan worden door het verschaffen van gedetailleerde informatie over de daadwerkelijke risico's en over de consequenties van het nemen van een beslissing.¹⁹⁸ Naar verwachting is de informatie in korte informatiedocumenten zoals het Key Information Document daartoe te weinig specifiek, aangezien daarin slechts in algemene bewoordingen wordt beschreven wat de risico's van een financieel product zijn. Wel zou verkend kunnen worden of en hoe het verschaffen van informatie over de consequenties van een beslissing de overconfidence bias in deze context kunnen reduceren. Deze informatie wordt momenteel namelijk niet opgenomen in dergelijke documenten.

Confirmation bias

Mensen hebben de neiging om te zoeken naar informatie die in overeenstemming is met de eigen opvattingen en negeren informatie die daarmee strijdig is of interpreteren het zodanig dat het wel verenigbaar is.¹⁹⁹ Dit wordt de *confirmation bias* genoemd. De confirmation bias is gecorreleerd aan de overconfidence bias omdat mensen met een sterke confirmation bias ook vaak zelfoverschattend zijn.²⁰⁰ De confirmation bias kan tot gevolg hebben dat een belegger een sterke voorkeur heeft voor een financieel product om de enkele reden dat een collega of een vriend dat financiële product ook heeft aangeschaft en hier zo enthousiast over is dat de belegger ervan overtuigd is geraakt dat dit ook voor hem een erg geschikt financieel product is.²⁰¹ Deze overtuiging kan ertoe leiden dat hij alle informatie over het financiële product zo leest dat het deze overtuiging bevestigt. Hierdoor kan bijvoorbeeld informatie over hoge risico's en kosten genegeerd worden omdat de belegger gewoon graag dat product wil aanschaffen.²⁰² De confirmation bias kan

196. London Economics & Ipsos 2015, p. 127-129.

197. Millward Brown/Centrum 2004, p. 14-15.

198. Capuano & Ramsay 2011, p. 133.

199. Charness & Dave 2017, p. 1.

200. Park e.a. 2010, p. 3.

201. Er zijn uiteraard vele redenen denkbaar.

202. Pompian 2012, p. 73-84.

dus in de weg staan aan het vormen van een goed beeld van een financieel product en het op een objectieve manier vergelijken van producten.

8.5.2.4 Voorkeur voor het bekende

De *recognition heuristic* is een mechanisme dat ertoe leidt dat mensen de voorkeur geven aan iets wat zij kennen boven iets waarmee zij niet bekend zijn.²⁰³ Dit kan er bijvoorbeeld toe leiden dat een belegger een financieel product kiest of daar een voorkeur voor heeft, alleen omdat hij er bekend mee is. Suboptimale beleggingsbeslissingen liggen daardoor op de loer. Meer concreet kan de *recognition heuristic* de zogeheten *proximity bias* tot gevolg hebben wanneer de angst voor het onbekende leidt tot keuzes voor dingen die nabij en bekend zijn. Deze bias kent verschillende subvormen, zoals de *home bias*, de *local bias*, de *own-company bias* en de *own-industry bias*.²⁰⁴ Dergelijke biases geven aan dat de belegger een voorkeur kan hebben voor een product van een lokale, regionale of nationale financiële instelling of een financiële instelling waar hij werkt.

Diverse malen komt uit onderzoeken naar het functioneren van informatiedocumenten voor financiële producten naar voren dat beleggers zich bij het kiezen van een product laten leiden door de voorkeur die zij hebben voor een bepaald product of een bepaalde aanbieder.²⁰⁵ Dit komt bijvoorbeeld doordat het een bekende naam of een bekend product is, door de reputatie van een financiële instelling of door een reeds bestaande relatie met een financiële instelling.²⁰⁶ Hierdoor hebben consumenten soms al een aankoopbeslissing genomen voordat zij de beschikking krijgen over een document, waardoor zij het document niet meer lezen of het document eigenlijk geen invloed meer heeft op de beslissing.²⁰⁷

De beschreven *heuristic* en biases tonen wederom aan dat bij het beoordelen van een financieel product niet alleen de objectieve informatie in bijvoorbeeld een informatiedocument een rol speelt, maar dat vele andere factoren eveneens invloed kunnen hebben op de beslissing van de belegger, zoals de bekendheid met een financieel product of een financiële instelling. Dit lijkt met name in de weg te staan aan bijvoorbeeld het op Europees niveau vergelijken van financiële producten.²⁰⁸ Een Nederlandse belegger zal door de *recognition heuristic* immers veelal een product van een Nederlandse financiële instelling prefereren en een belegger van een ander Europees land heeft in beginsel een voorkeur voor een product uit dat land.

203. Goldstein & Gigerenzer 2002. Dit komt overeen met een onderzoek (Chater, Huck & Inderst 2010, p. 163) waarin 37% van de beleggers als één van de redenen voor de keuze van zijn beleggingsproduct noemde dat het daar het meest bekend mee was.

204. French & Poterba (*home bias*), Huberman 2001 en Seasholes & Zhu 2010 (*local bias*), Bernatzi et al. 2007 (*own-company bias*) en Døskeland & Hvide 2011 (*own-industry bias*).

205. Bijvoorbeeld FSA 2000, p. 20 en 22 en FSA 2003, p. 33.

206. Idem.

207. FSA 2000, p. 20 en 22.

208. Baker & Nofsinger (2010, p. 101-102) wijzen erop dat hierdoor de voordelen van internationale diversificatie minder groot zijn.

Het kan daardoor tot gevolg hebben dat beleggers niet het meest optimale product kiezen. Tevens kan het de grensoverschrijdende concurrentie tussen producten en financiële instellingen belemmeren doordat producten niet altijd objectief met elkaar vergeleken worden. Een informatiedocument lijkt in een dergelijke voorkeur geen verandering te brengen.

8.5.2.5 *Startwaarde beïnvloedt beoordeling*

Als mensen overwegen om een financieel product te kopen, dan doen zij dit met een bepaalde startwaarde in het hoofd, de zogeheten '*anchor*'.²⁰⁹ Deze startwaarde kan willekeurig zijn. Zo kunnen de kosten van een bepaald financieel product als anker dienen voor de beoordeling van de kosten van financiële producten die in een geheel andere categorie vallen. Hierdoor kan een beleggingsbeslissing verkeerd beïnvloed worden. Zo kwam bijvoorbeeld uit een onderzoek naar het Engelse Key Features Document naar voren dat consumenten zich vaak richten op het laagste groeipercentage van een financieel product en ervan uitgaan dat dit het minimale percentage is waarmee het product in de toekomst zal groeien.²¹⁰

Ook op een andere manier kan het anker een negatieve invloed hebben. Wanneer beleggers geconfronteerd worden met nieuwe informatie over een financieel product, dan dienen zij ideaal gezien hun oorspronkelijke verwachtingen en het beeld van het financiële product aan te passen. Het anker kan hierbij echter interfereren waardoor de aanpassing minder is omdat het een afwijking heeft naar het anker, de zogeheten *anchoring and adjustment heuristic*. Deze heuristiek staat er samengevat soms aan in de weg dat beleggers een objectief beeld krijgen van een financieel product en kan de invloed van nieuwe informatie beperken en het vergelijken van producten bemoeilijken omdat nieuwe informatie min of meer gekleurd wordt gelezen (namelijk met het anker in het hoofd).

Uit onderzoek blijkt dat meer inspanning en motivatie om financiële producten te vergelijken de invloed van de *anchoring and adjustment heuristic* kan beperken.²¹¹ Zoals reeds in paragraaf 8.3 werd geschreven is de motivatie van beleggers om zich in financiële producten te verdiepen vaak laag. Dat informatiedocumenten tot doel hebben om het vergelijken van financiële producten te vergemakkelijken lijkt gezien de beschreven heuristiek dus wenselijk. Echter, de *anchoring and adjustment heuristic* staat er tegelijkertijd vermoedelijk juist aan in de weg dat dit doel bereikt wordt omdat het een onwenselijke invloed heeft op het vergelijken van producten en daardoor het beeld van financiële producten kan vertekenen. Zoals reeds uiteengezet werd in paragraaf 8.3, kan het persoonlijk maken van informatie de motivatie van beleggers vergroten en in die zin mogelijk leiden tot een reductie van de invloed van de *anchoring and adjustment heuristic*. Om te

209. Zie hierover uitgebreid en met voorbeeld Ackert & Deaves 2010, p. 97-99.

210. FSA 2000, p. 18-19.

211. Epley & Gilovich 2006, p. 316.

achterhalen of en in hoeverre dit in de praktijk de gewenste gevolgen heeft, zou nader onderzoek gedaan moeten worden.

Uit het Europees ex ante onderzoek naar het Key Investor Information Document blijkt dat consumenten het waarderen als niet alleen de resultaten van het financiële product maar eveneens de resultaten van de Europese aandelenmarkten in het document opgenomen werden.²¹² In een Duits onderzoek naar het Produkt-informationsblatt werd iets vergelijkbaars geconcludeerd, namelijk dat het voor het vergelijken van producten van belang is dat er benchmarks, zoals indexen, in het document worden opgenomen.²¹³ Dergelijke benchmarks kunnen de negatieve invloed van de anchoring and adjustment heuristics mogelijk verminderen, namelijk wanneer ze als anker fungeren voor het beoordelen van het financiële product. Of het opnemen van benchmarks daadwerkelijk dit effect heeft vergt echter onderzoek.

8.5.2.6 *Beeldvorming en het inschatten van een gebeurtenis op basis van beschikbaarheid in geheugen*

Mensen overschatten de kans dat een gebeurtenis zich voordoet als het een gebeurtenis betreft die gemakkelijk in het hoofd komt, de zogeheten *availability heuristic*.²¹⁴ Dit kan bijvoorbeeld een gebeurtenis zijn die zich recentelijk heeft voorgedaan (*recency bias*). Ook kan het een gebeurtenis betreffen die levendig wordt beschreven of opvallende details heeft waardoor je het goed herinnert, de zogeheten *salience bias*. De salience bias zou mogelijk tot gevolg kunnen hebben dat de levendigheid waarmee het risico van een financieel product wordt beschreven of gepresenteerd, invloed heeft op de risicoperceptie. Uit de literatuur blijkt namelijk dat het levendig beschrijven van het risico er veelal toe leidt dat het risico hoger wordt ingeschat dan wanneer het minder levendig wordt beschreven.²¹⁵ Dit kan mogelijk aan het goed begrijpen van een financieel product en het vergelijken van financiële producten in de weg staan. Ook zou de salience bias tot gevolg kunnen hebben dat de aandacht van de belegger wordt getrokken naar de informatie die het meest opvallend wordt gepresenteerd. Zo blijkt uit het onderzoek dat voorafgaand aan de introductie van het Europese Key Investor Information Document werd uitgevoerd dat consumenten er over het algemeen niet goed in zijn om meer subtiele informatie uit het document tot zich te nemen.²¹⁶ Het is daarom van belang dat de informatie in een document die het belangrijkste is ook dienovereenkomstig wordt gepresenteerd en geformuleerd.²¹⁷ In dezelfde lijn is het ook

212. IFF Research & YouGov 2009, p. 107-108.

213. Westerheide e.a. 2010, p. 141.

214. Ackert & Deaves 2010, p. 96-97, Kahneman & Tversky 1972, p. 431, Tversky & Kahneman 1983, p. 295 en Van Raaij 2016, p. 4.

215. Capuano & Ramsay 2011, p. 155-156 en Tversky & Kahneman 1974, p. 1127-1128.

216. IFF Research & YouGov 2009, p. 8.

217. Deze aanbeveling wordt ook gedaan in het Europese onderzoek naar het Key Investor Information Document (IFF Research & YouGov 2009, p. 8).

belangrijk dat een wettelijk verplicht informatiedocument er belangrijker uitziet dan bijvoorbeeld een reclamebrochure.²¹⁸ Dit kan bijvoorbeeld worden gedaan door in het document het logo van de toezichthouder op te nemen of een informatietekst van de wetgever weer te geven.²¹⁹

8.5.2.7 *Negeren van de base rate*

De *representativeness* heuristiek doet zich vaak voor wanneer er sprake is van onzekerheid en er dingen onbekend zijn.²²⁰ Wanneer iemand wordt beïnvloed door deze heuristiek dan wordt de kans dat object of gebeurtenis A onder categorie B valt, beoordeeld door te kijken naar de mate waarin A lijkt op B.²²¹ Hierdoor wordt genegeerd hoe vaak iets normaal gesproken het geval is, de zogeheten *base rate*.²²² Een voorbeeld kan dit illustreren. Wanneer een bekende aanbieder een duur financieel product aanbiedt, dan kan de representativeness heuristiek ertoe leiden dat de belegger op basis van die gegevens aanneemt dat het product een hoge kwaliteit heeft.²²³ Het is echter aannemelijker dat het een product van gemiddeld kwaliteit betreft, aangezien een meerderheid van de financiële producten van gemiddelde kwaliteit is en dus een hogere base rate heeft dan producten met een hoge kwaliteit. Een andere uitingsvorm van de representativeness heuristiek doet zich voor als een belegger op basis van in het verleden behaalde resultaten bepaalde toekomstige resultaten van een financieel product verwacht.²²⁴ Een dergelijke aanname is echter onjuist, aangezien de resultaten van een financieel product in de toekomst niet worden bepaald door de resultaten in het verleden maar door andere factoren zoals de waardeontwikkeling van aandelen.²²⁵ Uit het Europese onderzoek naar het Key Investor Information Document blijkt dat een meerderheid van de consumenten weet dat de in het verleden behaalde resultaten geen goede indicatie zijn voor de opbrengst in de toekomst.²²⁶ Desalniettemin gebruiken met name onervaren beleggers de in het verleden behaalde resultaten vaak om in te schatten wat het product in de toekomst zal opbrengen.²²⁷

218. Het belang van deze gepercipieerde relevantie van het document wordt eveneens benadrukt in FSA 2003, p. 22. Ook lijkt het van belang dat de titel de indruk wekt dat het document belangrijke informatie bevat (FSA 2003, p. 25). Zie tevens FSA 2007, p. 7 en 11.

219. Zie bijvoorbeeld FSA 2003, p. 19.

220. Capuano & Ramsay 2011, p. 151.

221. Van Raaij 2016, p. 4 en Tversky & Kahneman 1983, p. 295.

222. Kahneman & Tversky 1972, p. 431.

223. Voorbeeld ontleend aan Van Raaij 2016, p. 4.

224. Ackert & Deaves 2010, p. 142.

225. Tversky & Kahneman 1974, p. 1124-1127.

226. IFF Research & YouGov 2009, p. 107. Vergelijkbare resultaten blijken uit het onderzoek van de FSA (2000, p. 18 en 19 en FSA 2003, p. 35) naar het Engelse Key Features Document.

227. IFF Research & YouGov 2009, p. 89 en FSA 2003, p. 35. Dit botst met de resultaten van het Engelse onderzoek (FSA 2000, p. 18-19) waaruit zou volgen dat ook de minder ervaren beleggers de in het verleden behaalde resultaten veelal niet betrekken in hun beslissing.

Omdat in een informatiedocument vaak een overzicht wordt gegeven van de in het verleden behaalde resultaten lijkt het in verband met de representativiteit heuristisch wenselijk dat daarbij wordt vermeld dat in het verleden behaalde resultaten geen voorspeller zijn voor de resultaten in de toekomst. Of deze aanbeveling het gewenste effect heeft en bijvoorbeeld wordt opgemerkt door consumenten vergt onderzoek.

8.6 CONCLUSIE

Uit dit hoofdstuk blijkt dat er verschillende belemmeringen kunnen bestaan voor de effectiviteit van een informatiedocument in het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten. In de eerste plaats speelt informatie voor een grote groep beleggers geen (grote) rol bij het nemen van een beleggingsbeslissing (paragraaf 8.2). Beleggers blijken daarnaast vaak niet gemotiveerd om zich in financiële producten te verdiepen, producten te vergelijken of om een informatiedocument te lezen (paragraaf 8.3). Bovendien ontbreken vaak de kennis en de vaardigheden om financiële producten te begrijpen (paragraaf 8.4). Tot slot werd in paragraaf 8.5 uiteengezet dat vele heuristieken en biases er aan in de weg kunnen staan dat beleggers op basis van een informatiedocument een goed beeld krijgen van een financieel product of financiële producten met elkaar vergelijken. Zo wordt beschreven dat bij het begrijpen en vergelijken van financiële producten niet alleen objectieve informatie uit bijvoorbeeld een informatiedocument een rol speelt, maar vele andere factoren, zoals de woonplaats van de belegger (local bias). Daarnaast blijkt de wijze waarop informatie wordt gepresenteerd en geformuleerd invloed te hebben op het beeld dat een belegger van het financiële product krijgt of de risicobereidheid (framing effect). Identieke informatie kan daardoor tot een ander beeld van een financieel product leiden. Hierna volgt een puntsgewijs overzicht van de resultaten op deze vier punten evenals diverse aanbevelingen.

8.6.1 *De belegger*

8.6.1.1 *De gemiddelde belegger bestaat niet*

Het hoofdstuk maakt in ieder geval één ding duidelijk: geen belegger is hetzelfde. In paragraaf 8.2 stond de persoon van de belegger centraal. Beleggers verschillen van elkaar ten aanzien van vele sociodemografische variabelen. In het bijzonder werd ingegaan op de persoonlijkheid, aangezien wordt aangenomen dat dit een belangrijke factor is om financieel gedrag van beleggers te voorspellen en te verklaren. Persoonlijkheid werd beschreven aan de hand van het *Big Five model* die de volgende vijf persoonlijkheidskenmerken onderscheidt: extraversie, emotionele stabiliteit, meegaandheid, consciëntieusheid en openstaan voor ervaringen. Al deze persoonlijkheidskenmerken blijken gerelateerd aan financieel gedrag. Zo blijkt emotionele stabiliteit invloed te hebben op de risicoperceptie van beleggers

en zullen mensen die hoog scoren op het persoonlijkheidskenmerk 'consciëntieusheid' over het algemeen doordachte en zorgvuldige beslissingen nemen op basis van informatie en na het vergelijken van producten.

8.6.1.2 *Segmentering als handvat voor wetgevers*

Hoewel beleggers op vele punten van elkaar verschillen, zijn er toch overeenkomsten waardoor financieel gedrag in zekere zin te voorspellen en te verklaren is. Beleggers kunnen namelijk worden ingedeeld in min of meer homogene segmenten die betrekking hebben op de beslisstijl en de wijze waarop zij informatie verzamelen, verwerken en uiteindelijk een financieel product kopen. Met name deze overeenkomsten zijn waardevol voor het ontwerpen van beleid, hoewel daarbij tegelijkertijd de diversiteit niet uit het oog mag worden verloren. Immers, het beeld van 'een gemiddelde' belegger kan een bruikbare fictie zijn, toch bestaat hij niet.

Er spelen drie dimensies een rol bij de manier waarop consumenten beslissingen nemen, namelijk: intensief versus extensief, avontuurlijk versus zekerheidszoekend en individueel versus samen. Op grond van deze dimensies zijn er vier segmenten te onderscheiden, namelijk Beheersten, Ambitieuzen, Adviesgevoeligen en Gemaksgeoriënteerden. Beheersten en Gemaksgeoriënteerden blijken het minst kwetsbaar. Beheersten steken namelijk relatief veel energie in het beslisproces, zijn risicomijdend en hebben een hoog geldelijk vermogen. Gemaksgeoriënteerden zijn het minst kwetsbaar omdat zij vaak voor de meest veilige optie kiezen. Adviesgevoeligen en ambitieuzen zijn wel kwetsbaar. Adviesgevoeligen leunen namelijk sterk op anderen en Ambitieuzen nemen vaak veel risico's en zijn soms overmoedig. De indeling in segmenten kan voor wetgevers behulpzaam zijn bij het ontwerpen van beleid ten aanzien van het informeren van beleggers door middel van een informatiedocument.

8.6.1.3 *Een goed beeld van de doelgroep van het document*

Al met al maakt de beschrijving van de verschillen tussen beleggers duidelijk dat een informatiedocument voor sommige beleggers kan bijdragen aan inzicht in financiële producten en het vergelijken ervan (zoals personen die hoog scoren op 'consciëntieusheid' en beleggers die in het segment 'Beheersten' vallen). Andere beleggers zijn echter veel minder geneigd om zich in informatie te verdiepen (bijvoorbeeld de Adviesgevoeligen) terwijl zij soms wel grote risico's nemen (zoals de Ambitieuzen). Voor hen zal een informatiedocument weinig bijdragen aan het nemen van een beslissing, waardoor zij tevens kwetsbaar zijn. Voor de wetgever is het van belang om een goed beeld te hebben van de doelgroep van het informatiedocument en op de hoogte te zijn van de verschillen die er bestaan. Het toont namelijk aan dat het vrijwel onmogelijk is om een document te ontwikkelen dat voor iedere belegger effectief is. Daarnaast zijn de beschreven verschillen voor wetgevers relevant, omdat blijkt dat een informatiedocument voor bepaalde groepen

beleggers vrijwel niet zal bijdragen aan het begrijpelijk maken van financiële producten of het vergelijken ervan. Voor het nastreven van beleggersbescherming van deze, vaak juist extra kwetsbare, groepen zullen aldus beleidsmaatregelen op andere gebieden genomen moeten worden aangezien vertrouwen op het beleggersbeschermende karakter van informatiedocumenten in dergelijke gevallen tevergeefs lijkt.

8.6.2 *De motivatie van beleggers*

In paragraaf 8.3 werd aandacht besteed aan de motivatie van beleggers om inspanning te leveren voor het nemen van een financiële beslissing en bijvoorbeeld in dat kader een informatiedocument te raadplegen. Beleggers besteden over het algemeen liever geen tijd aan financiële zaken. Meer in het bijzonder blijken consumenten vaak geen zin of weinig interesse te hebben om een informatiedocument te lezen of informatie te vergaren en te vergelijken. Op zichzelf is dit niet verwonderlijk aangezien er zoveel dingen zijn waar iemand energie in wil steken, zoals werk, familie en hobby's. Toch is het gebrek aan motivatie paradoxaal, aangezien mensen zich veelal wel realiseren dat het belangrijk is om zich in financiële aangelegenheden te verdiepen. Het gebrek aan motivatie kan ertoe leiden dat informatiedocumenten niet geraadpleegd worden en daardoor niet bereiken waarvoor ze bedoeld zijn: beleggers informeren en op basis van deze informatie producten vergelijken. Onderzoek suggereert dat personificatie van informatie de bereidheid van mensen om zich erin te verdiepen kan vergroten. Dit botst echter met de ontwikkeling naar standaardisering van de inhoud van het informatiedocument zoals in hoofdstuk 6 wordt beschreven. Het in vraag- en antwoordvorm presenteren van de informatie wordt in de literatuur geopperd als middel om informatie persoonlijker te maken. Over de mate waarin kleurgebruik kan bijdragen aan het aantrekkelijker maken van een informatiedocument en daarmee mogelijk de motivatie van beleggers kan bevorderen, spreken de onderzoeken elkaar tegen. Of de genoemde aanbevelingen ter bevordering van de motivatie van beleggers in deze concrete situatie het gewenste effect hebben zou echter nader onderzocht moeten worden.

8.6.3 *Financiële geletterdheid en genummerdheid*

Wanneer beleggers daadwerkelijk de stap zetten om een informatiedocument te raadplegen dan is het vervolgens van belang dat zij over voldoende kennis en vaardigheden beschikken om financiële producten te begrijpen en te vergelijken. In paragraaf 8.4 werd uiteengezet dat de financiële geletterdheid en genummerdheid laag is, zelfs in goed ontwikkelde landen als Engeland, Duitsland en Nederland. Dit veroorzaakt moeilijkheden als beleggers eenvoudige beleggingstaken moeten uitvoeren, laat staan als zij geconfronteerd worden met complexe producten zoals PRIIPs waarvoor een Key Information Document opgesteld moet worden. Uit de

evaluatieonderzoeken naar informatiedocumenten voor financiële producten blijkt dat consumenten deze documenten inderdaad vaak moeilijk vinden en het daarvoor niet begrijpen of de informatie verkeerd interpreteren. Ook kan een gebrek aan kennis eraan in de weg staan dat beleggers weten welke factoren van belang zijn bij het nemen van een beslissing. Nog zorgwekkender is, dat beleggers zelf veelal geen realistisch beeld hebben van hun kennis en kunde betreffende financiële aangelegenheden. Hierdoor bestaat het gevaar dat beleggers denken dat zij voldoende kennis hebben en bijvoorbeeld genoeg van een financieel product weten waardoor zij het niet nodig vinden om een informatiedocument te lezen.

Over de vraag of financiële educatie een oplossing kan zijn voor de lage financiële geletterdheid en genummerdheid bestaat in de literatuur verschil van mening. Wat daar ook van zij, vaststaat dat de financiële sector en producten voortdurend veranderen en er steeds meer en complexere producten bijkomen. Het is maar de vraag of financiële educatie daar het hoofd aan kan bieden. Dergelijke complexe producten vergen bovendien specifieke kennis op een vergevorderd niveau. Echter, op vele andere terreinen is dergelijke kennis eveneens noodzakelijk, zoals voor het nemen van beslissingen die betrekking hebben op iemands gezondheid. Het lijkt vrijwel onmogelijk om dergelijke specifieke kennis van consumenten te vragen. Bovendien zijn er in de literatuur aanwijzingen dat educatie kan leiden tot zelfoverschatting en daardoor bijvoorbeeld tot risicovoller gedrag. Ook dat kan onwenselijke gevolgen hebben.

Een andere mogelijke oplossing lijkt het vereenvoudigen van informatie zodat het voor beleggers gemakkelijker te begrijpen is. Echter, het is maar de vraag of het mogelijk is om financiële producten die naar hun aard complex zijn op een eenvoudige manier te beschrijven. Ook het verbieden van complexe producten lijkt geen oplossing voor de lage financiële geletterdheid en genummerdheid aangezien die zich ook al laat gelden bij eenvoudige financiële producten. De enige oplossing voor het probleem van de lage geletterdheid en genummerdheid lijkt mij daarom om de risico's die beleggers lopen te reduceren door zeer risicovolle producten voor consumenten te verbieden. Daartoe zal echter een politieke discussie gevoerd moeten worden over hoe de verantwoordelijkheid van beleggers zich verhoudt tot de verantwoordelijkheid van de financiële sector en de implicaties van de uitkomsten van een dergelijke discussie voor het wetgevend handelen.

8.6.4 *Beslisstrategieën*

8.6.4.1 *Beslisstrategieën van beleggers relevant voor wetgever*

In paragraaf 8.5 stond de wijze waarop beleggers beslissingen nemen centraal. Beleggers blijken daarbij niet zo rationeel en berekenend als lange tijd, onder meer door de wetgever, werd verondersteld (paragraaf 8.5.1). Mensen gebruiken namelijk diverse strategieën om op een snellere manier en met minder moeite een beslissing te nemen, zogeheten heuristieken. Deze kunnen echter tot onwenselijke uit-

komsten leiden, zogeheten biases. Dergelijke heuristieken en biases lijken een belemmering te vormen voor de effectiviteit van informatiedocumenten op het gebied van informeren en vergelijken. Onder meer de Europese wetgever erkent dit inmiddels,²²⁸ hoewel het vooralsnog onduidelijk is hoe dit zich concreet vertaalt in de wetgeving met betrekking tot informatiedocumenten.²²⁹ Bij de introductie van het Key Information Document was een begrijpelijkheidswaarschuwing de enige maatregel waarbij expliciet een koppeling werd gemaakt met de beperkingen van beleggers (zie daarover hoofdstuk 2). Op dat gebied valt dus wellicht nog enige winst te behalen. De beschrijving van de heuristieken en biases in paragraaf 8.5 geeft daartoe een aanzet.

8.6.4.2 *Belegger wordt overspoeld door informatie*

De grote hoeveelheid informatie (information overload) doet zich in twee vormen voor. In de eerste plaats blijken informatiedocumenten zelf vaak te veel informatie te bevatten. Dit leidt blijkens de resultaten van diverse evaluatieonderzoeken tot problemen met het begrijpen en vergelijken van financiële producten en kan een barrière vormen voor het gaan lezen van het document. Er wordt daarom in deze onderzoeken diverse malen benadrukt dat het van belang is dat het een kort document is. Daarnaast wordt een enkele maal geschreven dat deze information overload verminderd kan worden door de tekst op te knippen in korte stukken tekst door middel van en vraag- en antwoordvorm of bulletpoints. Deze aanbeveling wordt niet vaak gedaan en vergt bovendien nader onderzoek.

In de tweede plaats is er sprake van information overload doordat er zeer veel informatie beschikbaar is over financiële producten, zoals brochures, websites en brieven. Uit onderzoeken naar het functioneren van informatiedocumenten blijkt dat met name onervaren beleggers hierdoor door de bomen vaak het bos niet meer zien. Aangezien informatie over financiële producten in de loop van de tijd alleen maar is toegenomen, onder andere door de introductie van wettelijk verplichte informatiedocumenten, is het aan te bevelen om te bezien of het mogelijk is om het aantal wettelijke informatiedocumenten in ieder geval te reduceren. Een kort informatiedocument met een overzicht van de belangrijkste kenmerken van een financieel product zou mogelijk kunnen bijdragen aan informatiereductie omdat het als het ware een samenvatting is van alle relevante informatie. Dit wordt bevestigd door een onderzoek naar het Europese Key Investor Information Document. Ander onderzoek naar de Amerikaanse samenvatting van het Prospectus spreekt dit resultaat echter tegen en concludeert dat een kort document op zich niet leidt tot een andere beleggingsbeslissing maar voor beleggers alleen een tijds- en energiebesparing op kan leveren. Wanneer een kort document moet bijdragen aan het verminderen van de information overload lijkt het in ieder geval van belang dat het

228. European Commission 2009, p. 9.

229. Nog afgezien van de vraag of dit altijd mogelijk is. Daarnaast dient onderzoek gedaan te worden.

document als zodanig bekend wordt onder beleggers. Reclame zou daaraan een bijdrage kunnen leveren. Er dient wederom onderzoek gedaan te worden naar deze aanbevelingen.

8.6.4.3 *Teveel keuzes*

Op de financiële markt wordt een onoverzienbare hoeveelheid producten aangeboden. Dit grote aantal sterk van elkaar verschillende financiële producten die tevens erg complex zijn (choice overload), kan voor beleggers een belemmering vormen om informatie te verwerken, producten te vergelijken en een keuze te maken. Zo kan het onder meer leiden tot inactief gedrag. Een informatiedocument draagt op zich niet bij tot een reductie van het aantal keuzemogelijkheden.

Om de keuzeovervloed te beperken, zou het aantal producten gereduceerd moeten worden. Dit is echter een zeer vergaande maatregel waarbij bovendien de vraag rijst tot welk aantal financiële producten het aanbod teruggebracht zou moeten worden. Al met al lijkt dit een onhaalbare oplossing. Er wordt onder andere door Van Raaij geschreven dat categorisatie tevens kan leiden tot minder choice overload. Iets dergelijks zou ook geprobeerd kunnen worden op de markt voor financiële producten. Mocht een dergelijke categorisatie al haalbaar zijn, dan dient nader onderzoek uit te wijzen of dit inderdaad ertoe leidt dat consumenten zich minder overspoeld voelen door de keuzemogelijkheden.

8.6.4.4 *Het verschillend presenteren van dezelfde informatie kan leiden tot verschillen*

Consumenten blijken, naast de grote hoeveelheid informatie en het grote aantal keuzemogelijkheden, bij hun financiële beslissingen beïnvloed te worden door vele andere factoren dan de kenmerken van een financieel product, zoals de presentatie. Dit komt onder meer door het framing effect, het primacy effect en ambiguity aversion.

Framing effect

In de eerste plaats kan de wijze waarop informatie over bijvoorbeeld risico's en kosten gepresenteerd wordt, van invloed zijn op de keuze die een belegger maakt (*framing effect*). Al naar gelang informatie positief of negatief wordt geframed (respectievelijk: met nadruk op verliezen of met nadruk op winst maken) blijken beleggers namelijk bereid om meer risico te nemen, waarbij een negatieve frame mensen meer risicobereid maakt.

In verband hiermee verdient het aanbeveling dat de wijze waarop dergelijke informatie in een informatiedocument wordt weergegeven en geformuleerd, gestandaardiseerd wordt. Een online informatiedocument-generator waarmee documenten ontworpen kunnen worden, is hierbij mogelijk behulpzaam.

Primacy effect

Ten tweede blijkt de plaats van informatie van belang omdat de informatie die een belegger als eerste leest veelal de meeste impact heeft (het zogeheten *primacy effect*). Dit maakt de volgorde waarin informatie in een document wordt opgenomen belangrijk. Het zou derhalve relevant kunnen zijn om te onderzoeken welke informatie voor het nemen van een goede beleggingsbeslissing het belangrijkste is. Veelal wordt er in informatiedocumenten voor financiële producten gekozen voor een min of meer chronologische volgorde van informatieonderdelen waarbij eerst algemene gegevens over de aanbieder en de doelstellingen van het product wordt verschaft. Deze informatie lijkt gezien de resultaten van de evaluatieonderzoeken niet het meest belangrijk, hoewel de rapporten elkaar op dit punt soms tegenspreken (zie hierover het vorige hoofdstuk). Onderzoek naar de belangrijkheid van de informatieonderdelen is in dit licht van belang. De belangrijkste informatie moet gezien het primacy effect bij voorkeur als eerste informatieonderdeel in het document opgenomen worden.

Ambiguity aversion

Ten derde werd in het kader van de invloed van de wijze waarop informatie wordt gepresenteerd de ambiguity aversion bias beschreven: mensen blijken voorzienbare en kenbare risico's te verkiezen boven risico's die onbekend zijn. Zij nemen dus liever risico dan dat zij voor onzekerheid kiezen. Wanneer dit inzicht wordt vertaald naar informatiedocumenten voor financiële producten, dan lijkt het van belang dat de informatie over risico's in alle documenten zo transparant mogelijk beschreven wordt. Wanneer er op dit gebied verschillen bestaan, dan kan het enkele feit dat bijvoorbeeld de risico's niet transparant worden beschreven ertoe leiden dat de belegger kiest voor een ander product waarvan de risico's duidelijker zijn maar dat in feite risicovoller is.

8.6.4.5 Zelfoverschatting en het zoeken van bevestiging

Naast de presentatie kunnen het overschatten van de eigen kennis over financiële producten of overtuigingen die een persoon heeft in de weg staan aan het begrijpen en vergelijken van financiële producten en invloed uitoefenen op de beleggingsbeslissing.

De gevaren van zelfoverschatting

Ideeën die beleggers over zichzelf hebben, kunnen een beleggingsbeslissing en de wijze waarop beleggers omgaan met informatie beïnvloeden. Veel mensen overschatten namelijk hun kennis en vaardigheden (*overconfidence*). Dit kan onder meer leiden tot de incorrecte aanname dat meer informatie een betere beslissing tot gevolg heeft, terwijl daarbij geen rekening wordt gehouden met de vraag of de informatie juist geïnterpreteerd is (*illusion of knowledge*). Eveneens kan de belegger het idee hebben dat hij controle heeft over situaties en gebeurtenissen die oncon-

troleerbaar zijn (*illusion of control*). Al met al kan dit ertoe leiden dat beleggers te veel risico nemen omdat zij dit niet goed inschatten. Ook kunnen zij een informatiedocument negeren omdat ze ervan uitgaan dat zij voldoende kennis in huis hebben.

Blijkens de literatuur zou gedetailleerde informatie over de risico's en consequenties van een beslissing kunnen leiden tot minder invloed van de overconfidence bias. Echter, gedetailleerde informatie lijkt niet geschikt om op te nemen in een kort informatiedocument (mede in verband met de information overload). Vooralsnog wordt er in informatiedocumenten niet beschreven wat de consequenties van een beslissing kunnen zijn. Hoewel er een trend is naar het verkorten van informatiedocumenten voor financiële producten valt er op dit punt mogelijk vooruitgang te boeken.

De vertroebelde blik van beleggers door sterke opvattingen

Naast de neiging om zichzelf te overschatten, hebben beleggers ook de neiging om te zoeken naar informatie die in overeenstemming is met hun eigen opvattingen. Informatie die daarmee strijdig is, wordt daartoe genegeerd of dusdanig geïnterpreteerd dat het met de eigen opvatting verenigbaar is. Dit wordt de *confirmation bias* genoemd. Het kan ertoe leiden dat een belegger om wat voor reden dan ook een voorkeur heeft voor een bepaald product en daardoor de verschaft informatie niet meer objectief bestudeert. Hierdoor bestaat het gevaar dat minder prettige informatie over bijvoorbeeld de kosten en risico's van het product genegeerd wordt. Dit kan eraan in de weg staan dat een belegger op een objectieve wijze inzicht krijgt in een financieel product of producten met elkaar vergelijkt. Oplossingen voor dit probleem zijn niet in de literatuur gevonden en suggesties ter verbetering heb ik niet kunnen bedenken.

8.6.4.6 Voorkeur voor het bekende

Mensen hebben over het algemeen een voorkeur voor dat wat zij kennen, de *recognition heuristic*. Deze heuristiek komt diverse malen naar voren in evaluatieonderzoeken. Zo blijkt dat consumenten soms op basis van bijvoorbeeld een bekend klinkende financiële instelling of de reputatie ervan al een aankoopbeslissing hebben genomen voordat het informatiedocument invloed kan hebben op deze beslissing. De heuristiek kan er ook toe leiden dat een belegger bijvoorbeeld een voorkeur heeft voor een financieel product van een Nederlandse financiële instelling omdat hij nu eenmaal in Nederland woont. Het feit dat een Nederlandse belegger in beginsel een voorkeur heeft voor een financieel product uit Nederland zal vermoedelijk met name een belemmering vormen voor de grensoverschrijdende verhandeling van producten, aangezien het vergelijken van producten uit verschillende landen veelal niet aan de orde zal zijn. Daarnaast kan het leiden tot een suboptimale beleggingsbeslissing. Concrete oplossingen voor dit verschijnsel zijn mij

niet bekend. Een informatiedocument lijkt hiervoor in ieder geval niet de oplossing.

8.6.4.7 *Invloed van een startwaarde*

De startwaarde die een belegger in het hoofd heeft, kan een sterke invloed uitoefenen op de beslissing van een belegger en de mate waarin hij open staat voor nieuwe informatie (de *anchoring and adjustment heuristic*). Het kan in de weg staan aan het vormen van een goed beeld van een financieel product, de invloed van nieuwe informatie beperken wegens invloed van de startwaarde en het vergelijken van producten bemoeilijken omdat nieuwe informatie min of meer door de bril van de startwaarde wordt gezien.

In de literatuur zijn aanwijzingen te vinden dat meer inspanning en motivatie de invloed van de *anchoring and adjustment heuristic* kan beperken. Mogelijk geldt dit ook in een financiële context. Uit paragraaf 8.3 blijkt echter wel dat de motivatie van consumenten om zich in financiële producten te verdiepen vaak ver te zoeken is.

In een Europees en Duits evaluatierapport over informatiedocumenten voor financiële producten wordt geconcludeerd dat het opnemen van benchmarks door consumenten gewaardeerd wordt en van belang is voor het vergelijken van producten. Te denken valt dan aan een weergave van de resultaten van de Europese aandelenmarkten naast de resultaten van het beleggingsfonds. Onderzoek moet aantonen in hoeverre dergelijke benchmarks de invloed van de *anchoring and adjustment heuristic* kunnen beperken en daarmee kunnen bijdragen aan de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van een informatiedocument.

8.6.4.8 *De vertekenende invloed van de availability heuristic*

De *availability heuristic* kan ertoe leiden dat een belegger de kans dat een gebeurtenis zich zal voordoen, inschat op basis van de snelheid en eenvoud waarmee het in zijn hoofd komt. Dit kan het geval zijn als een gebeurtenis zich recentelijk heeft voorgedaan, bijvoorbeeld zeer goede opbrengsten van een financieel product die in de media werden gepresenteerd (*recency bias*). Ook wanneer een gebeurtenis levendig wordt beschreven of anderszins opvallend is, zal het daardoor beter herinnerd worden en meer opvallen (*saliency bias*). Zo zou een levendige beschrijving van de risico's van een financieel product er mogelijkwijs toe kunnen leiden dat de risico's hoger worden ingeschat dan wanneer dit minder levendig wordt gedaan. Evaluatieonderzoek lijkt bovendien te bevestigen dat de aandacht van de belegger wordt getrokken naar de meest opvallende informatie, hetgeen mogelijk verklaard kan worden door de *saliency bias*. Hoewel een informatiedocument vermoedelijk de invloed van deze heuristieken niet helemaal teniet kan doen, lijkt het in ieder geval van belang dat de meest belangrijke informatie in het document ook als zodanig wordt gepresenteerd. Deze aanbeveling wordt, overigens zonder verwijzing naar de *saliency bias*, ook gedaan in het Europese onderzoek naar het Key

Investor Information Document. Daarnaast lijkt het mij gezien de salience bias ook van belang dat de wettelijk verplichte informatiedocumenten er belangrijker uitzien dan marketingmateriaal over het product. Om dit te bevorderen, wordt bijvoorbeeld door de Engelse toezichthouder aanbevolen om het logo van de toezichthouder of een tekst van de wetgever in het document op te nemen. De Engelse toezichthouder koppelt deze aanbeveling overigens, evenals de Europese onderzoekers, niet aan de salience bias.

8.6.4.9 *Negeren van de base rate*

Tot slot bleek dat de *representativeness* heuristiek zich regelmatig voordoet in situaties van onzekerheid, hetgeen inherent is aan de aanschaf van financiële producten. De representativeness heuristiek houdt in dat het inschatten van de kans dat object of gebeurtenis A onder categorie B valt, wordt beoordeeld op basis van de mate waarin A en B op elkaar lijken. Het gevaar hiervan is dat wordt genegeerd hoe vaak iets normaal gesproken voorkomt, de *base rate*. Zo kan een belegger vermoeden dat een product een goede kwaliteit heeft op basis van het feit dat het een duur product is van een bekende aanbieder. De kans is echter groter dat het een product van gemiddelde kwaliteit betreft, omdat de meeste financiële producten in die categorie vallen (base rate). Een ander voorbeeld van de representativeness heuristiek is dat een belegger aanneemt dat de resultaten in het verleden een goede voorspeller zijn van de resultaten van het product in de toekomst. Uit de evaluatieonderzoeken blijkt dat met name onervaren beleggers de in het verleden behaalde resultaten regelmatig gebruiken om de opbrengst van het product in de toekomst in te schatten. Vermoedelijk speelt de representativeness heuristiek daarbij een rol, hoewel dit niet met zoveel woorden in de rapporten wordt benoemd. De resultaten in de toekomst worden echter door andere factoren bepaald. De invloed van de representativeness heuristiek kan naar verwachting niet altijd teniet gedaan worden. Wel zou bijvoorbeeld in het document opgenomen kunnen worden dat de resultaten in het verleden geen garantie zijn voor de resultaten in de toekomst. Of een dergelijke opmerking het gewenste effect heeft en zo ja: hoe dit het beste bereikt kan worden vergt nader onderzoek.

DEEL III

SLOTBESCHOUWING

9.1 INLEIDING

In dit boek staat de volgende vraag centraal: hoe hebben de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan korte precontractuele informatiedocumenten over complexe financiële producten voor consumenten zich in de loop van de jaren op Europees niveau en in Engeland, Nederland en Duitsland ontwikkeld en in hoeverre zijn deze documenten geschikt om de beleidsdoelen te bereiken, namelijk het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van deze producten voor consumenten?

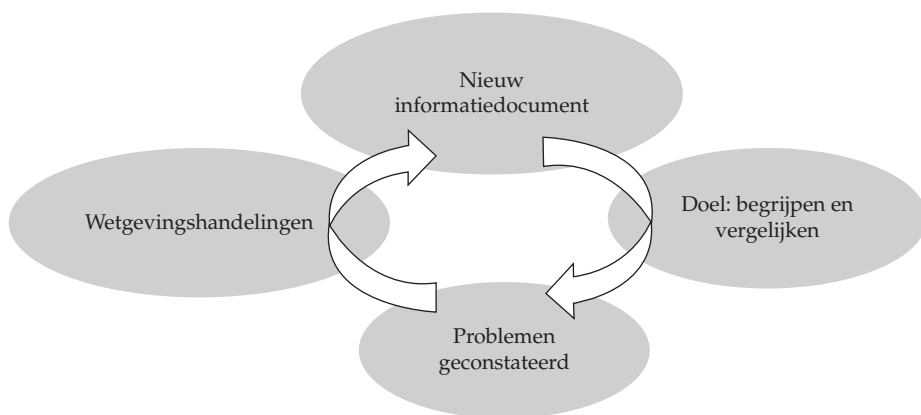
Om deze vraag te beantwoorden, werden in hoofdstuk 2 tot en met 6 de beleidstheorieën van dergelijke documenten in Europa, Nederland, Engeland en Duitsland beschreven en met elkaar vergeleken. Vervolgens is op basis van evaluatieonderzoek in hoofdstuk 7 nagegaan hoe deze documenten in de praktijk functioneren, met name of ze de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van financiële producten bevorderen. De evaluatieonderzoeken werden tevens methodologisch beoordeeld. Omdat in deze onderzoeken niet de relevante inzichten uit bijvoorbeeld de psychologie werden betrokken, is in hoofdstuk 8 op basis van met name de psychologische literatuur bestudeerd in hoeverre een kort precontractueel informatiedocument consumenten naar verwachting helpt om financiële producten beter te begrijpen en met elkaar te vergelijken.

Dit hoofdstuk vormt het sluitstuk van het onderzoek en geeft antwoord op de hoofdvraag van het onderzoek. In paragraaf 9.2 worden de belangrijkste bevindingen beschreven en geanalyseerd die betrekking hebben op de beleidstheorieën van informatiedocumenten. In paragraaf 9.3 wordt geschreven dat uit de evaluatieonderzoeken blijkt dat korte precontractuele informatiedocumenten consumenten in de praktijk veelal onvoldoende behulpzaam zijn bij het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van complexe financiële producten. Het evaluatieonderzoek waarop onder meer beleid werd gebaseerd blijkt bovendien vaak gebrekkig te zijn. Tevens tonen inzichten uit de psychologie de beperkingen van informatiedocumenten aan in het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten (paragraaf 9.4). In paragraaf 9.5 wordt op basis van al deze bevindingen ingegaan op de vraag: waar moet het in de toekomst naartoe met informatiedocumenten?

9.2 DE BELEIDSTHEORIEËN VAN INFORMATIEDOCUMENTEN

9.2.1 *De vicieuze beleidscirkel*

Bestudering van de beleidstheorieën in de loop van de jaren van de diverse informatiedocumenten op Europees en nationaal niveau laat zien dat er sprake is van iets dat een vicieuze beleidscirkel genoemd zou kunnen worden (zie figuur). Dit hangt samen met de padafhankelijkheid van deze ontwikkeling.



Met de introductie van een document worden in de eerste plaats altijd bepaalde doelen nagestreefd (veelal begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid). Na de introductie van een informatiedocument wordt echter vrijwel steeds na verloop van tijd geconstateerd dat het onvoldoende effectief is in het bereiken van deze doelen.¹ Iedere keer komt, onder meer ten gevolge van evaluatieonderzoek,² naar voren dat het document onder meer te lang, te onbegrijpelijk of niet aantrekkelijk genoeg is voor de belegger.³ Deze problemen zetten de wetgever er vervolgens toe aan om nieuwe regelgeving te ontwerpen of een geheel nieuw document te introduceren. Dat document wordt wederom gepresenteerd als 'de sleutel tot begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van financiële producten'. Door deze aanpassingen werden de informatiedocumenten in de loop van de jaren onder meer korter en meer gestandaardiseerd. Maar ook het nieuwe en aangepaste document blijkt weinig succesvol, hetgeen leidt tot een nieuw informatiedocument dat wordt gepresenteerd als 'nieuwe receptuur, nu nog beter'. Enzovoort.

Het meest recente Europese Key Information Document wekt derhalve geen verbazing in het licht van deze cyclus. Het valt eveneens te voorspellen hoe het

1. Onder meer ten gevolge van evaluatieonderzoek.

2. Ook Winter (1996, p. 21) schrijft dat evaluatie van wetgeving vaak leidt tot verandering van wetgeving en dus tot nieuwe wetgeving.

3. Zie daarover uitgebreid hoofdstuk 7.

vervolg zal zijn: over een aantal jaren zal vermoedelijk blijken dat ook het Key Information Document niet zo goed functioneert als werd beoogd. Het is weinig veelbelovend en onwenselijk dat wetgevers blijven ronddraaien in een dergelijke vicieuze beleidskring. Bovendien is het in dit licht van belang dat de wetgever bij de introductie van informatiedocumenten minder pretentius is over het nieuwe document. Het is namelijk allerminst in het belang van onder meer beleggers en de economie dat onterecht berust wordt in het idee dat bestaande of nieuwe documenten de bestaande problemen wel zullen oplossen. In plaats daarvan dient er gezocht te worden naar alternatieve vormen van beleggersbescherming (zie hierover uitgebreider paragraaf 9.5).

9.2.2 *De doelen dienen weloordacht te zijn*

Precontractuele informatiedocumenten voor financiële producten hebben vaak tot doel om 1) financiële producten begrijpelijk te maken en 2) financiële producten vergelijkbaar te maken. Echter, de doelen die worden nagestreefd blijken regelmatig te verschillen al naar gelang het beleidsdocument dat geraadpleegd wordt.⁴ Dit is om een aantal redenen problematisch.

Deze verschillen leiden in de eerste plaats tot onduidelijkheid over de doelen die de wetgever daadwerkelijk beoogt. Deze onduidelijkheid is, ten tweede, problematisch in het licht van de evaluatie van beleid. Immers, als de wetgever niet duidelijk is over de doelen van het document dan is het ook niet goed mogelijk om te evalueren of het doel van de maatregel bereikt is. In de derde plaats wekt het vermelden van verschillende doelen in verschillende beleidsdocumenten de indruk dat de wetgever de doelen van het informatiedocument niet duidelijk voor ogen en niet goed doordacht heeft.

Een mogelijke verklaring voor het feit dat de wetgever niet altijd duidelijk is over de doelen die met het document worden nagestreefd, is dat wetgevers simpelweg de doelen noemen die voor de hand liggen omdat de wetgever nou eenmaal zijn zinnen heeft gezet op deze weinig paternalistische beleidsmaatregel. De doelen zouden dan bij de beleidsmaatregel bedacht worden in plaats van andersom. Dat informatie tot doel heeft om beleggers te informeren, kan immers toch moeilijk verrassend of verbazingwekkend genoemd worden. Een alternatieve verklaring is dat de wetgever de effectiviteit van dergelijke documenten onvoldoende doordacht en onderzocht heeft (hetgeen overeenkomt met de veelal matige en soms zelfs slechte methodologische kwaliteit van evaluatieonderzoek, zie hierover uitgebreid hoofdstuk 7).

Het verdient voor de toekomst aanbeveling dat de formulering van de doelen in alle beleidsdocumenten consistent is. Dit kan voor de wetgever tevens een

4. Het lijkt erop dat deze verschillen meestal niet door de wetgever werden beoogd, maar voortvloeien uit een andere manier van formuleren.

impuls zijn om beter na te denken en duidelijker voor ogen te hebben wat precies met het document wordt beoogd en of een informatiedocument daarvoor eigenlijk wel geschikt is.

9.2.3 *Trends in regelgeving*

9.2.3.1 *Trend naar standaardisering*

Op Europees niveau, in Nederland en Duitsland is er een trend te zien naar standaardisatie van informatiedocumenten doordat algemene voorschriften worden vervangen door meer concrete voorschriften, open normen worden ingevuld, het aantal voorschriften met betrekking tot het document toeneemt en er naast regelgeving ten aanzien van de inhoud ook steeds meer regelgeving betrekking heeft op de inhoud van het document. Een tegengestelde ontwikkeling deed zich voor in Engeland. Standaardisatie lijkt wenselijk aangezien het financiële producten naar verwachting beter vergelijkbaar maakt. Er zijn tevens aanwijzingen dat het de invloed van een aantal heuristieken en biases (hoofdstuk 8) kan beperken. Anderzijds houdt standaardisatie onder meer geen rekening met verschillen tussen beleggers en hun uiteenlopende aankoopintenties.

9.2.3.2 *Meer aandacht voor de vormgeving van het document*

Zoals reeds werd geschreven kwam er in de loop van de jaren steeds meer aandacht voor de vormgeving van informatiedocumenten. In Engeland was er daarentegen vanaf de introductie van het informatiedocument al relatief veel aandacht voor de vormgeving ervan. Vermoedelijk hebben de resultaten van de evaluatieonderzoeken hierbij een rol gespeeld. Deze brachten namelijk diverse problemen aan het licht die gerelateerd waren aan de vormgeving van het document en leidde er mogelijk ook toe dat het beeld dat de wetgever van de belegger had, veranderde (zie daarover nader paragraaf 9.2.4).

De ontwikkeling naar meer aandacht voor de vormgeving is wenselijk. Uit dit boek blijkt namelijk dat niet alleen de informatie maar ook de manier waarop die gepresenteerd wordt van belang is voor onder meer de beslissing die een belegger neemt.⁵ Tegelijkertijd moet hierbij worden aangetekend dat het onbekend is welke invloed wijziging van de vormgeving in de praktijk heeft op de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van financiële producten voor een concrete belegger. Dit hangt onder meer samen met de verschillen die er tussen beleggers bestaan. Daarop heeft de wetgever simpelweg geen invloed (zie daarover nader paragraaf 9.5.2.3).

9.2.3.3 *Bindende voorschriften*

Het overgrote deel van de voorschriften voor informatiedocumenten is en was juridisch bindend. Er is in de loop van de jaren een trend waarneembaar naar meer

5. In dat kader kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de *saliency bias* (zie daarover hoofdstuk 8).

bindende voorschriften. Zo werd er op Europees niveau voor gekozen om de voorschriften niet langer op te nemen in een Richtlijn maar in een Verordening. Deze is namelijk rechtstreeks van toepassing in de lidstaten. Naast de bindende voorschriften werden er in de loop van de jaren eveneens steeds meer niet-juridisch bindende voorschriften ontworpen. Veelal hebben deze tot doel om invulling te geven aan de bindende voorschriften en moeten ze opstellers helpen bij het ontwerpen van het informatiedocument.

Dat de voorschriften voor informatiedocumenten bindend van aard zijn lijkt om diverse redenen wenselijk. Allereerst is in de praktijk gebleken dat het oproepen van de financiële sector om vrijwillig een informatiedocument te ontwerpen niet het gewenste effect had.⁶ Wanneer er juridisch bindende regels bestaan dan is de financiële sector in ieder geval verplicht om actie te ondernemen. Bindende voorschriften zijn bovendien passend in het licht van de belangen die de financiële sector heeft, aangezien deze tegengesteld kunnen zijn aan onder meer het belang van consumenten. Zo kan het voor financiële instellingen voordelen hebben dat er geen transparantie bestaat over financiële producten, omdat zij bijvoorbeeld hoge kosten in rekening brengen. Het wettelijk verplichten dat een informatiedocument opgesteld moet worden, maakt het mogelijk om de financiële sector te verplichten om bepaalde informatie te verschaffen evenals de wijze waarop dat moet worden gedaan. In de derde plaats is het wenselijk dat consumenten op een objectieve wijze geïnformeerd worden over een financieel product. Een informatiedocument als objectieve informatiebron heeft naast het subjectieve marketingmateriaal in het licht van consumentenbescherming toegevoegde waarde.

9.2.3.4 *Dezelfde doelen maar verschillende regelgeving*

De doelen die met informatiedocumenten worden nagestreefd zijn over het algemeen het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten (paragraaf 9.2.2). Het is derhalve verwonderlijk dat de regelgeving voor de informatiedocumenten zo sterk van elkaar verschilt per rechtssstelsel. Duitsland spant vanuit dat oogpunt de kroon vanwege de verschillende regelgeving voor maar liefst zes documenten binnen hetzelfde rechtssstelsel. Het is van belang dat er meer samenwerking komt tussen de verschillende rechtssstelsels zodat wetgevers niet afzonderlijk van elkaar het wiel hoeven uit te vinden.⁷

9.2.4 *Een juist beeld van de belegger van belang voor beleid*

9.2.4.1 *De wetgever heeft veelal geen duidelijk of een onjuist beeld van de belegger*

De beleidstheorieën zijn veelal gebrekkig doordat de wetgever geen duidelijk of een onjuist beeld heeft van de belegger. Zo wordt er soms helemaal niets geschre-

6. Hier wordt met name bedoeld op de oproep van de Duitse minister aan financiële instellingen waaraan geen gehoor werd gegeven (BMELV 23 juli 2009).

7. Hierop wordt nader ingegaan in paragraaf 9.2.6.

ven over de belegger (zoals bij de introductie van het Prospectus) of wordt niet uitgewerkt wat onder een 'gemiddelde belegger' wordt verstaan. Dit is verwonderlijk aangezien beleggers de doelgroep van het document zijn. Het is aldus van belang dat de wetgever aandacht besteedt aan de doelgroep van het document. Informatiedocumenten hebben namelijk tot doel om financiële producten voor hen begrijpelijk te maken. Zolang er geen goed beeld bestaat van de belegger, kan er ook geen duidelijkheid bestaan over de mate waarin informatie begrijpelijk is. Dat is immers afhankelijk van de belegger als lezer van het document. Al met al lijkt er vooralsnog veeleer sprake van lippendienst aan begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid, terwijl het vaak onduidelijk is hoe de regelgeving daaraan concreet een bijdrage levert.

9.2.4.2 *De wetgever heeft onvoldoende oog voor de verschillen tussen beleggers*

Een andere tekortkoming is dat de wetgever geen oog heeft voor de verschillen die er tussen beleggers bestaan. Dit is opmerkelijk aangezien uit de resultaten van de evaluatieonderzoeken (hoofdstuk 7) en uit de psychologische literatuur (hoofdstuk 8) blijkt dat er grote verschillen bestaan tussen beleggers. Zo kan de mate waarin informatie door beleggers wordt begrepen aanzienlijk verschillen al naar gelang de lidstaat waar zij woonachtig zijn. Het is uiteraard maar de vraag in hoeverre de wetgever in verband met de standaardisatie van informatiedocumenten rekening kan houden met dergelijke verschillen. Desalniettemin is het van groot belang dat de wetgever weet dat dergelijke verschillen bestaan en daarmee rekening houdt bij de keuze voor regelgeving.

9.2.4.3 *Het veranderde beeld van de belegger vergt een heroverweging van informatiedocumenten als beleidsmaatregel*

In de loop van de jaren lijkt de wetgever het beeld van een rationele belegger te vervangen door het beeld van een belegger die irrationeel gedrag kan vertonen. Zo wordt bij de introductie van het Key Information Document erkend dat een belegger irrationeel gedrag kan vertonen. De vertaling van dit beeld van de belegger in beleid is vooralsnog niet veelbelovend. Een belangrijke vraag die dit veranderde beeld van de belegger oproept en die wetgevers zich zouden moeten stellen is: in hoeverre past dit nieuwe beeld van de belegger bij een informatiedocument als beleidsmaatregel?

Informatiedocumenten zouden in het licht van de recente inzichten over beleggers heroverwogen moeten worden. Zolang er wordt uitgegaan van een rationele consument, lijkt een informatiedocument op het eerste gezicht een logisch middel om te informeren en producten begrijpelijk te maken. Echter, wanneer wordt aangenomen dat beleggers irrationeel gedrag kunnen vertonen, dan is het verschaffen van informatie minder vanzelfsprekend (daarover gaat onder meer hoofdstuk 8). Het causale verband dat wordt verondersteld tussen het verschaffen van informa-

tie en het nemen van een geïnformeerde beleggingsbeslissing is dan immers niet langer houdbaar.

9.2.5 *Evaluatieonderzoek van matige tot slechte kwaliteit speelde rol bij beleidsbeslissingen*

Evaluatieonderzoek heeft diverse malen een rol gespeeld voorafgaand (ex ante) en na (ex post) de introductie van een informatiedocument of een wijziging van de regels. Het is echter soms onduidelijk of en hoe de resultaten van deze onderzoeken daadwerkelijk zijn omgezet in regelgeving. Bovendien trekt de wetgever soms onjuiste conclusies uit de evaluatieonderzoeken. Zo werd door de Nederlandse wetgever geconcludeerd dat in een onderzoek de begrijpelijkheid van de informatie was onderzocht terwijl bestudering van het rapport duidelijk maakt dat slechts de *perceptie* van begrijpelijkheid is getest. Uit hoofdstuk 7 blijkt tevens dat de methodologische kwaliteit van de evaluatieonderzoeken over het algemeen matig tot slecht is terwijl het diverse malen een rol heeft gespeeld bij het ontwikkelen van beleid. In dat hoofdstuk werden eveneens aanbevelingen gedaan om evaluatieonderzoek in de toekomst te verbeteren.

9.2.6 *Harmonisering: samenwerking tussen rechtsstelsels gewenst*

In paragraaf 9.2.3 werd reeds geconstateerd dat het opvallend is dat de regelgeving voor informatiedocumenten van elkaar verschilt, terwijl de doelen die ermee worden nagestreefd in hoofdlijnen gelijk zijn. Dit kan worden verklaard door het feit dat er bij de introductie van de diverse nationale informatiedocumenten geen aansluiting werd gezocht bij de regelgeving voor vergelijkbare documenten in andere rechtsstelsels.⁸ Dit had bijvoorbeeld tot gevolg dat er in het ene land met enthousiasme een nieuw document werd geïntroduceerd, terwijl in een ander land net boven water was gekomen dat er problemen bestonden met een vergelijkbaar document. Er is aldus op nationaal niveau vrijwel geen moeite gedaan om regelgeving te harmoniseren, lering te trekken uit de ervaringen die er in andere rechtsstelsels zijn opgedaan met informatiedocumenten of anderszins samen te werken. Dit kan verbazing wekken omdat alle rechtsstelsels worden geconfronteerd met vergelijkbare problematiek en een oplossing daarvoor in dezelfde beleidsmaatregel wordt gezocht: een informatiedocument. Een Europees document als het Key Information Document waarmee harmonisering van het geldende recht in de lidstaten van de Europese Unie wordt nagestreefd, is in dit licht een goede ontwikkeling. Daarnaast is samenwerking tussen de diverse rechtsstelsels gewenst zodat niet ieder land het wiel hoeft uit te vinden.

8. Er werd slechts een paar keer verwezen naar een dergelijk document in een ander land.

9.3 EVALUATIEONDERZOEK: TEGENVALLENDE RESULTATEN EN GEBREKKIG ONDERZOEK

9.3.1 *Informatiedocumenten functioneren in de praktijk vaak niet goed*

Uit de evaluatieonderzoeken blijkt dat informatiedocumenten er veelal niet in slagen om financiële producten voor consumenten begrijpelijk en vergelijkbaar te maken. In de eerste plaats leest een groot deel van de consumenten deze documenten niet. Bovendien maken de documenten financiële producten vaak niet begrijpelijker of beter te vergelijken voor consumenten. Dit komt onder meer door technische begrippen, lange zinnen, moeilijke woorden, onvoldoende concrete informatie en een te grote hoeveelheid tekst.

9.3.2 *De methodologische kwaliteit van evaluatieonderzoeken is over het algemeen matig tot slecht*

De methodologische kwaliteit van de evaluatieonderzoeken laat op veel punten te wensen over. Daarom moet er voorzichtigheid betracht worden bij het trekken van conclusies uit deze onderzoeken. Een dergelijke voorzichtigheid lijkt overigens niet door de wetgever te zijn betracht, aangezien de evaluatieonderzoeken diverse malen een rol hebben gespeeld bij het ontwerpen van beleid. Hierna wordt kort beschreven op welke punten de methodologische kwaliteit te wensen over laat.

Ten eerste ontbreekt in een aantal onderzoeken een *centrale doel- of vraagstelling*, is deze erg verstopt in de tekst, vertonen de vragen weinig samenhang of is de vraagstelling zodanig breed geformuleerd dat het ertoe leidt dat het onderzoek niet duidelijk is afgebakend. De *methodologische kwaliteit* van de onderzoeken is bovendien middelmatig, met andere woorden: het onderzoeksdesign is veelal niet sterk. Hoewel er vele meetinstrumenten werden gebruikt in de onderzoeken, lijken deze meetinstrumenten in de meerderheid van de gevallen slechts gedeeltelijk geschikt om de vraagstelling te beantwoorden. Het is bij kwantitatief onderzoek niet altijd duidelijk hoe de steekproef tot stand is gekomen. Bij kwantitatief onderzoek bestaat er veelal onduidelijkheid over de wijze waarop respondenten zijn geselecteerd en waarom zij werden geselecteerd.

Hoewel de rapporten veelal prettig leesbaar zijn, is het met de verantwoording van de gemaakte keuzes vaak slecht gesteld. Slechts in drie van de elf rapporten wordt dit op een correcte manier gedaan. Zo wordt in diverse rapporten voor een verantwoording verwezen naar de bijlage bij het rapport, terwijl deze ontbreekt. Hierdoor schieten de meeste evaluatieonderzoeken tekort ten aanzien van de *descriptieve validiteit*.

De onderzoeken scoren slecht op de *interne validiteit*. Dit komt doordat in alle onderzoeken een controlegroep en een nulmeting ontbreken. Hierdoor kan in

geval van ex post onderzoek bijvoorbeeld niet met zekerheid gezegd worden dat de gevonden resultaten het gevolg zijn van de regelgeving.

In de laatste plaats is het over het algemeen slecht gesteld met de *betrouwbaarheid* van de evaluatieonderzoeken. Zo zijn enkele onderzoeken zeer slecht controleerbaar doordat voor de verantwoording en verslaglegging naar de bijlages wordt verwezen, maar deze niet bij het rapport zijn opgenomen. Zelfs na navraag bleken deze niet beschikbaar te zijn. Slechts twee van de elf onderzoeken zijn goed controleerbaar. Bij negen van de elf onderzoeken kan dus niet goed worden nagegaan in hoeverre er bij de metingen sprake was van toevallige meetfouten en ruis.

Omdat dergelijke onderzoeken soms de aanzet vormden tot het ontwikkelen van nieuw beleid en daarbij een rol hebben gespeeld, werden er in hoofdstuk 7 diverse aanbevelingen gedaan die de kwaliteit van evaluatieonderzoek in de toekomst ten goede moet komen. Zo is het wenselijk dat niet alleen de perceptie wordt onderzocht, maar eveneens het daadwerkelijk gebruik en het daadwerkelijk begrip van consumenten. Een van de andere aanbevelingen is dat er aansluiting moet worden gezocht bij inzichten uit andere disciplines (zoals de psychologie) om een beter beeld te krijgen van de wijze waarop beleggers onder meer informatie verwerken en op basis daarvan beslissingen nemen. Tevens is het van belang dat wordt gezorgd voor een goede verantwoording van de gemaakte keuzes, aangezien het hier veelal aan schort bij de bestudeerde evaluatieonderzoeken. Voor de overige aanbevelingen zij verwezen naar hoofdstuk 7.

9.4 INZICHTEN UIT DE PSYCHOLOGIE TONEN DE BEPERKINGEN VAN INFORMATIEDOCUMENTEN AAN

Uit hoofdstuk 7 blijkt dat informatiedocumenten in de praktijk niet succesvol zijn in het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten. Bestudering van de psychologische literatuur (hoofdstuk 8) bevestigt deze bevinding en geeft meer inzicht in de oorzaken daarvan. Het blijkt dat de volgende aspecten eraan in de weg kunnen staan dat beleggers financiële producten beter gaan begrijpen en vergelijken door een informatiedocument, namelijk 1) de persoonlijkheid van een belegger, 2) de motivatie een belegger, 3) de financiële geletterdheid en genummerdheid van een belegger en 4) de gehanteerde beslisstrategieën.

Geen enkele belegger is hetzelfde. Zo speelt voor een deel van de beleggers informatie geen (grote) rol bij het nemen van een beleggingsbeslissing omdat zij bijvoorbeeld liever afgaan op het advies van een adviseur. Om deze beleggers te beschermen dienen er naast informatiedocumenten derhalve andere maatregelen getroffen te worden.

Een tweede belemmering voor het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten door middel van een informatiedocument is de motivatie van beleggers. Beleggers hebben vaak geen zin om informatiedocumenten te lezen en producten met elkaar te vergelijken. Hoewel veel beleggers weten dat het belang-

rijk is dat zij zich in financiële zaken verdiepen, besteden zij hun tijd over het algemeen liever aan andere zaken, zoals werk, hobby's en relaties.

Ook de lage financiële geletterdheid en genummerdheid kunnen een belemmering vormen voor het begrijpen van informatie, het vergelijken van financiële producten en het nemen van een beleggingsbeslissing. Het ontbreekt veel beleggers namelijk aan kennis en vaardigheden om financiële producten te begrijpen. In hoofdstuk 8 werden verschillende mogelijke oplossingen bediscussieerd zoals financiële educatie, het vereenvoudigen van informatie en het verbieden van complexe producten. Bij al deze oplossingen zijn vraagtekens te plaatsen. De enige oplossing voor het probleem van lage financiële geletterdheid en genummerdheid lijkt te zijn om de risico's die consumenten lopen te reduceren door zeer risicovolle producten voor consumenten te verbieden. Echter, een dergelijke paternalistische maatregel kan bij sommigen mogelijk verzet oproepen in het licht van de vrije markteconomie (zie daarover uitgebreider paragraaf 9.5).

Tot slot gebruiken mensen strategieën om op een snelle manier en met zo weinig mogelijk inspanning een beslissing te nemen (zogeheten heuristieken). Deze kunnen echter tot onwenselijke uitkomsten leiden ('biases'). Vele heuristieken en biases kunnen eraan in de weg staan dat beleggers op basis van een informatiedocument een goed beeld krijgen van een financieel product of financiële producten met elkaar vergelijken. Zo kan namelijk de wijze waarop informatie over bijvoorbeeld de risico's en de kosten wordt gepresenteerd, invloed hebben op de keuze die een belegger maakt (*framing*). Ook hebben mensen de neiging om hun kennis en vaardigheden te overschatten. Hierdoor kan een belegger ervan overtuigd zijn dat hij al voldoende van het financiële product weet en het daarom overbodig vinden om het informatiedocument te raadplegen. Dit is bijzonder risicovol aangezien de financiële geletterdheid en genummerdheid over het algemeen juist laag is.

9.5 WAAR MOET HET HEEN MET INFORMATIEDOCUMENTEN?

De beleidstheorie van de diverse nationale en Europese informatiedocumenten blijkt regelmatig op diverse punten gebrekkig te zijn. Zo is er sprake van een vicieuze beleidscirkel en padafhankelijkheid, zijn de doelen van informatiedocumenten niet altijd goed doordacht, is het beeld dat de wetgever van de belegger heeft soms onduidelijk of onjuist, werd beleid gebaseerd op evaluatieonderzoek van methodologisch slechte kwaliteit en werd er niet samengewerkt tussen de verschillende rechtsstelsels bij het ontwerpen van beleid, terwijl dezelfde doelen werden nagestreefd en het document vergelijkbare problemen diende op te lossen. Daarnaast bleek uit evaluatieonderzoek dat informatiedocumenten in de praktijk financiële producten over het algemeen niet begrijpelijk en vergelijkbaar maken. Inzichten uit de psychologie bevestigen dit beeld en geven inzicht in diverse redenen daarvoor.

Welke gevolgen hebben deze bevindingen voor de toekomst van informatiedocumenten? Op deze vraag wordt in deze slotparagraaf antwoord gegeven. Hierna zal worden betoogd dat informatiedocumenten van toegevoegde waarde kunnen zijn (paragraaf 9.5.1). In tegenstelling tot marketingmateriaal is het namelijk onder meer een objectieve bron van informatie voor consumenten. Ik pleit dus niet voor het afschaffen van informatiedocumenten. Tegelijkertijd is het wel van belang dat wetgevers geen al te hoge verwachtingen hebben van informatiedocumenten. Deze documenten blijken immers niet bepaald succesvol in het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten. Het doorgaan op de ingeslagen weg zoals beschreven in de beleidscyclus is derhalve niet gewenst (paragraaf 9.5.2). Op deze manier wordt er onevenredig veel geld, tijd en energie besteed aan een beleidsmaatregel die weinig effectief is. Hiervoor bestaan in hoofdzaak drie redenen:

1. Dit wordt al meer dan dertig jaar op Europees en nationaal niveau zonder succes gedaan (paragraaf 9.5.2.1).
2. Het veranderde beeld van de belegger als iemand die soms irrationeel gedrag vertoont botst met doelen als 'begrijpelijkheid' en 'vergelijkbaarheid' aangezien dit rationaliteit veronderstelt (paragraaf 9.5.2.2).
3. Het niet goed functioneren van informatiedocumenten wordt in belangrijke mate veroorzaakt door factoren waarop de wetgever door middel van wetgeving voor informatiedocumenten geen invloed kan uitoefenen, zoals de financiële kennis en vaardigheden van beleggers en de complexiteit van financiële producten (paragraaf 9.5.2.3).

Om daadwerkelijk goede beleggingsbescherming te kunnen garanderen dienen er derhalve alternatieve beleidsmaatregelen te worden verkend en onderzocht om ervoor te zorgen dat consumenten op de financiële markten voldoende beschermd worden (paragraaf 9.5.3).

9.5.1 *Geen pleidooi voor afschaffing: de toegevoegde waarde van informatiedocumenten*

Informatiedocumenten kunnen een aantal belangrijke functies vervullen. In de eerste plaats kunnen informatiedocumenten voor een deel van de consumenten behulpzaam zijn om inzicht te krijgen in financiële producten. Dit geldt met name voor consumenten met een relatief hoge mate van financiële geletterdheid en genummerdheid en consumenten die in het segment 'Beheersten' vallen, omdat zij veelal actiever zijn in het vergaren van informatie.

Ten tweede, de wetgever kan door middel van deze beleidsmaatregel invloed uitoefenen op de informatie die financiële instellingen over hun producten moeten verschaffen en hoe zij dit moeten doen. Een dergelijk document met objectieve informatie is een belangrijke aanvulling op subjectieve informatie, zoals marketingmateriaal, dat niet het informeren van de belegger tot doel heeft maar veeleer

beoogt om consumenten over te halen om geld te investeren in het betreffende financiële product.

Bovendien kunnen financieel adviseurs en intermediairs hun voordeel doen met informatiedocumenten. Wanneer zij door middel van een informatiedocument beter inzicht hebben in een financieel product, dan kunnen zij consumenten vervolgens beter adviseren. Ook zou een informatiedocument in een adviesgesprek gebruikt kunnen worden om aan de hand daarvan de belangrijkste kenmerken van een financieel product met de consument te bespreken.

Tot slot zijn er aanwijzingen dat door informatiedocumenten die aan bepaalde kenmerken voldoen, bepaalde heuristieken en biases beïnvloed kunnen worden. Zo kan een kort informatiedocument dat bekend staat als een bruikbaar overzicht voor consumenten ertoe bijdragen dat zij zich minder overspoeld voelen door informatie (information overload). Dit betreft echter slechts een indirecte wijze van beïnvloeding. Bovendien is het twijfelachtig of dit daadwerkelijk het gewenste effect heeft. Beleggers zijn immers verschillend en er kunnen zeer veel andere factoren een rol spelen (zie daarover uitgebreider paragraaf 9.5.2.3).

9.5.2 *Niet langer doorgaan op de ingeslagen weg: verkenning alternatieven noodzakelijk voor beleggersbescherming*

Hoewel informatiedocumenten in de praktijk van toegevoegde waarde kunnen zijn, blijken zij over het algemeen niet effectief in het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten voor consumenten. Daarom is het van belang dat wordt ingezet op andere beleidsmaatregelen die consumenten beter kunnen beschermen. Het blijven voortgaan op de ingeslagen weg is namelijk om diverse redenen, die nu aan de orde komen, niet gewenst. Het is overigens wel begrijpelijk dat de wetgever graag doorgaat met informatiedocumenten. Informatiedocumenten passen namelijk goed bij het idee van partijautonomie (waaronder autonomie van de belegger), contractsvrijheid, individuele keuzevrijheid en eigen verantwoordelijkheid. Meer paternalistische maatregelen waarmee mensen tegen zichzelf beschermd worden, stuiten regelmatig op verzet en kritiek omdat dit zou botsen met dergelijke uitgangspunten.⁹ Hierna zal uiteengezet worden waarom het blijven investeren in informatiedocumenten niet bepaald zinvol is.

9.5.2.1 *Blijven doordraaien in de vicieuze beleidscirkel blijkt al meer dan dertig jaar niet succesvol*

In de eerste plaats wordt er al ruim dertig jaar op Europees en nationaal niveau beleid ontworpen voor en onderzoek gedaan naar informatiedocumenten. Steeds

9. Zie over deze discussie onder meer Moloney 2010, p. 45-47 en 80, Jansen 2010 en Weller 2011. Uitgebreid over verschillende vormen van paternalisme en een pleidooi om bepaalde zaken wettelijk te verbieden zodat mensen tegen zichzelf worden beschermd Conly 2013, in het bijzonder p. 7-9, 16-33 en 44-46.

wordt er een informatiedocument geïntroduceerd waarmee bepaalde doelen worden nagestreefd maar waarvan na verloop van tijd blijkt dat deze niet worden behaald, gevolgd door wetgevingshandelingen (en soms onderzoek) en wederom de introductie van een nieuw document of aanpassing van de bestaande regelgeving. Vervolgens begint alles weer van voor af aan. Zelfs het Europese Key Information Document uit 2018 is in dit licht niets nieuws onder de zon. Het wordt derhalve tijd dat niet langer als een hamster in een draaiend rad wordt doorgerend. Dat kost immers energie, tijd en geld maar levert geen echte vooruitgang op. De vicieuze beleidskring dient doorbroken te worden.

9.5.2.2 *Het veranderde beeld van de belegger past niet bij deze beleidsmaatregel*

Ook het veranderde beeld van de belegger, namelijk van rationeel naar een belegger die soms irrationeel gedrag vertoont, brengt met zich dat niet langer veel waarde gehecht zou moeten worden aan informatiedocumenten. Zolang er wordt uitgegaan van een rationele belegger, hetgeen in het verleden het geval was, is de rol van een informatiedocument evident: informatie zal ervoor zorgen dat een belegger goed geïnformeerde beleggingsbeslissingen neemt. Echter, wanneer wordt uitgegaan van een irrationele belegger, dan moet tevens worden aangenomen dat het verschaffen van informatie niet automatisch leidt tot een goed geïnformeerde consument en een optimale beleggingsbeslissing. Zoals reeds werd geschreven botsen de doelen als 'begrijpen' en 'vergelijken' met dergelijke irrationele gedragspatronen van beleggers aangezien deze rationaliteit veronderstellen. Het nieuwe recentere beeld van de belegger past hierdoor niet goed bij informatiedocumenten als beleidsmaatregel.

9.5.2.3 *Factoren waarop de wetgever geen directe invloed kan uitoefenen*

Hoewel de wetgever de oplossingen voor het niet goed functioneren van informatiedocumenten zoekt in het aanpassen van het informatiedocument, worden deze problemen niet alleen veroorzaakt door het document maar door vele andere factoren die buiten de macht van de wetgever liggen. Dit blijkt onder meer uit het feit dat het meer dan dertig jaar aanpassen van informatiedocumenten vooralsnog niet heeft geleid tot veel verbetering.

Echter, niet alleen het document maar vooral vele andere aspecten staan aan de effectiviteit van informatiedocumenten in de weg. In de eerste plaats de grote hoeveelheid financiële producten. Immers, hoe kunnen informatiedocumenten financiële producten vergelijkbaar maken als het aanbod niet te overzien is omdat er een zeer groot aantal financiële producten wordt aangeboden? Ten tweede zijn deze financiële producten zeer complex, hetgeen de vraag oproept hoe een zeer complex financieel product voor een consument zonder financiële kennis en ervaring begrijpelijk gemaakt kan worden op slechts twee à drie pagina's van A4-formaat. In de derde, en zeker niet de laatste plaats blijkt met name uit hoofdstuk 8

dat dergelijke documenten simpelweg niet geschikt zijn voor de doelgroep ervan: de belegger.

Er zijn vele mogelijke belemmeringen aan de zijde van de belegger die eraan in de weg kunnen staan dat zij financiële producten goed begrijpen en met elkaar kunnen vergelijken. Deze belemmeringen liggen grotendeels buiten de macht van de wetgever. Een belegger is immers geen robot die door de wetgever geprogrammeerd kan worden hoe hij is, wat hij doet en hoe hij dat doet. Ter illustratie enkele voorbeelden van aspecten aan de zijde van de belegger die aan het goed functioneren van een informatiedocument in de weg kunnen staan maar waarop de wetgever geen directe invloed kan uitoefenen:¹⁰

- De persoonlijkheid van de belegger en ten gevolge daarvan onder meer de manier waarop de belegger met informatie omgaat.
- De motivatie van beleggers om het document te gaan lezen.
- De tijd die beleggers tot hun beschikking hebben om een document te gaan lezen en inspanning te leveren om een product te begrijpen en producten met elkaar te vergelijken.
- De financiële kennis en vaardigheden om de informatie daadwerkelijk te begrijpen en te kunnen vergelijken.
- Beslisstrategieën van beleggers, zoals:
 - Afgaan op het advies of de aanbeveling van een vriend in plaats van op de informatie uit een onpersoonlijk (want objectief en gestandaardiseerd) informatiedocument.
 - De hoeveelheid informatie en de hoeveelheid keuzes (financiële producten) waarmee een belegger wordt geconfronteerd en die een belemmering kunnen vormen om informatie te verwerken, producten te vergelijken en een keuze te maken.
 - Zelfoverschatting van beleggers waardoor zij menen voldoende kennis te hebben en het lezen van een informatiedocument overbodig wordt geacht.
 - De voorkeur voor het bekende (zoals een bekend klinkende naam van een financiële instelling) die de keuze van een belegger sterk kan beïnvloeden.

Het feit dat er zoveel factoren een rol kunnen spelen aan de zijde van de belegger brengt bovendien met zich dat het doen van onderzoek naar allerlei varianten van informatiedocumenten vermoedelijk weinig oplevert. De betekenis van een onderzoek naar bijvoorbeeld de vraag of risico van een financieel product het beste weergegeven kan worden door middel van een al dan niet gebogen lopend mannetje of een stoplicht lijkt in het grote geheel vrijwel nihil. Het is immers onmogelijk om een document te ontwerpen dat voor iedere belegger geschikt is. De resultaten van de evaluatieonderzoeken bevestigen dit beeld, omdat daaruit onder meer blijkt

10. Deze voorbeelden zijn ontleend aan hoofdstuk 8. Het betreft uiteraard geen limitatieve lijst. Voor meer voorbeelden zij verwezen naar het desbetreffende hoofdstuk.

dat de voorkeuren van beleggers nu eenmaal verschillend zijn.¹¹ Het doet immers niets af aan de reeds beschreven factoren zoals het grote aanbod complexe financiële producten en de gebrekkige kennis en motivatie van beleggers. De indirecte invloed die de wetgever daarop kan uitoefenen door het document aan te passen lijkt derhalve miniem. Daar komt nog bij dat dergelijke *evidence-based* wetgeving¹² omgeven is met allerlei moeilijkheden. Resultaten gevonden in een gecontroleerde experimentele setting, zoals het invullen van een vragenlijst achter de computer, kunnen bijvoorbeeld niet zonder meer geëxtrapoleerd worden naar de werkelijkheid. Voor een uitgebreide discussie van evidence-based wetgeving zij verwezen naar de daarover beschikbare literatuur.¹³

Uiteraard is het wel van belang dat informatiedocumenten bijvoorbeeld niet bol staan van jargon en lange zinnen. Ook lijkt het wenselijk dat informatiedocumenten gestandaardiseerd zijn, onder meer ten behoeve van de vergelijkbaarheid en om de invloed van diverse heuristieken en biases te verminderen. Regelgeving zou ervoor moeten zorgen dat documenten aan dergelijke basisvoorwaarden voldoen. Dergelijke basisvoorwaarden zijn te destilleren uit de elf beschreven evaluatieonderzoeken en worden in de vorm van aanbevelingen opgesomd in hoofdstuk 7. Desalniettemin blijven het altijd indirecte manieren om invloed uit te oefenen op de belegger.

9.5.3 Geen beleidshomeopathie maar daadwerkelijke beleggersbescherming

Hoewel de beleidsmaatregel van informatiedocumenten goed te begrijpen is in het licht van de vrije markteconomie, lijkt er al met al sprake te zijn van beleidshomeopathie: beleid waarin, net als in een homeopathisch middel, geen of nauwelijks werkzame stoffen aanwezig zijn.¹⁴ Om ervoor te zorgen dat beleggers worden beschermd mag dus niet al te veel vertrouwen worden gesteld in informatiedocumenten. In plaats daarvan dient er meer aandacht te worden besteed aan alternatieven om beleggers te beschermen. Onder meer de Nederlandse minister van Financiën lijkt hiermee inmiddels een begin gemaakt te hebben. Zo werd onlangs

-
11. Zo bestaat er onder meer verschil van inzicht over de wenselijkheid van kleurgebruik in het informatiedocument en de onderwerpen die beleggers belangrijk vinden en die volgens hen in het document opgenomen moeten worden.
 12. Wetgeving waarbij de wetgever zich bij de keuze voor wetgevende interventies niet alleen door politieke en ideologische overwegingen laat leiden, maar eveneens door resultaten van wetenschappelijk onderzoek die inzicht geven in de (te verwachten) effectiviteit van de interventies (zie bijvoorbeeld Antokolskaia 2013, p. 174).
 13. Zie onder andere Antokolskaia 2013, p. 174-176 en over mogelijke perikelen van evidence-based wetgeving p. 188-195 en Head 2010. Positief maar tevens kritisch over het gebruik van empirisch onderzoek voor het ontwikkelen van wet- en regelgeving: Van Boom, Giesen & Verheij 2013, p. 1179-1189. Over *experimental legislation* Ranchordás 2014, p. 37-48.
 14. Leeuw 2008, p. 23.

onderzoek gedaan naar het beleidsinstrument financiële standaardproducten.¹⁵ De minister van Financiën komt naar aanleiding van dat onderzoek¹⁶ echter tot de conclusie dat dergelijke producten in aanvulling op het bestaande aanbod geen zinvolle beleidsinterventie zijn.¹⁷ Redenen hiervoor zijn onder meer dat dergelijke producten van consumenten nog geen rationele(re) beslissers maken en dat de inzet van dit beleidsinstrument juist tot meer verwarring en twijfel onder consumenten leidt. De belemmeringen voor informatiedocumenten die in dit boek werden beschreven, kunnen dus ook op andere gebieden bestaan.

Op het gebied van informeren van beleggers zou de rol van open data verkend kunnen worden: gegevens die voor iedereen vrij toegankelijk zijn via internet. Op deze manier kunnen consumenten bijvoorbeeld inzicht krijgen in de kosten van financiële producten.¹⁸ Ook zouden vergelijkingssites en online gepersonaliseerde interactieve informatie in de toekomst een rol kunnen gaan spelen bij het informeren van beleggers. Daarbij is het eveneens van belang om de beperkingen van de consument en onder meer de complexiteit van financiële producten in ogenschouw te nemen, aangezien deze ook bij dergelijke vormen van informeren een belemmerende rol kunnen spelen. Andere beleidsmaatregelen die verkend kunnen worden liggen onder meer op het gebied van toezicht, advies, *nudging*, *defaults*¹⁹, het verbieden van risicovolle producten, financiële educatie of het beperken van het productaanbod. Het gaat het bestek van dit boek te buiten om op deze mogelijke maatregelen uitgebreid in te gaan. Bovendien zullen diverse van deze maatregelen een politieke discussie vergen omdat het gaat om meer ingrijpende ('paternalistische') maatregelen dan het beleidsmiddel van informatiedocumenten. Omdat informatiedocumenten niet het gewenste effect hebben, zijn dergelijke maatregelen echter wel gewenst en vereist ten behoeve van beleggersbescherming. De financiële crisis toonde reeds aan dat de aanschaf van ongeschikte financiële producten ontwrichtend kan zijn voor de economie en tevens het persoonlijke leven van mensen kan ontwortelen. Hardwerkende werknemers werden ontslagen. Mensen pleegden zelfmoord. Een onbezorgde oude dag ging in rook op doordat het geld waarvoor een leven lang was gespaard (vrijwel) niets meer waard bleek te zijn. Consumenten op de financiële markten worden door informatiedocumenten ook in de toekomst onvoldoende tegen dergelijke situatie beschermd aangezien informatiedocumenten er onvoldoende in slagen om complexe financiële producten begrijpelijk en vergelijkbaar te maken.

15. Dit zijn producten waarvan alle productvoorwaarden, behalve de prijs zijn voorgeschreven, zie *Kamerstukken II* 2015/16, 32013, nr. 79, p. 2.

16. ACM 2015, AFM januari 2015 en CentERdata 2016.

17. *Kamerstukken II* 2016/17, 32013, nr. 138. Zie hierover ook Uittenbogaard & Toussaint 2017.

18. Zie hierover bijvoorbeeld McKinsey Global Institute 2013, p. 93-94.

19. De keuze die op een consument van toepassing is tenzij ze een actieve keuze maken om hiervan af te wijken.

SAMENVATTING

In dit onderzoek staat de vraag centraal: hoe hebben de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan korte precontractuele informatiedocumenten over complexe financiële producten voor consumenten zich in de loop van de jaren op Europees niveau en in Engeland, Nederland en Duitsland ontwikkeld en in hoeverre zijn deze documenten geschikt om de beleidsdoelen te bereiken, namelijk het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van deze producten voor consumenten.

Om deze vraag te beantwoorden worden in het eerste deel van het boek de beleidstheorieën van korte precontractuele informatiedocumenten voor complexe financiële producten beschreven. Met beleidstheorie wordt bedoeld op alles dat volgens de beleidsmaker ten grondslag ligt aan zijn beleid. In het bijzonder wordt per document ingegaan op zes aspecten, namelijk 1) de *aanleidingen* voor de introductie van het document, 2) de *doelen* die met het document worden nagestreefd, 3) de *aard van de regelgeving*, 4) het beeld dat de wetgever van de *belegger* als doelgroep van het document heeft, 5) de rol van *evaluatieonderzoek* en 6) het nastreven van *harmonisering*. Achtereenvolgens wordt ingegaan op de beleidstheorie van informatiedocumenten op Europees niveau (hoofdstuk 2), in Engeland (hoofdstuk 3), in Nederland (hoofdstuk 4) en in Duitsland (hoofdstuk 5).

In **hoofdstuk 2** komen de volgende documenten aan de orde: het Prospectus (1985), het Vereenvoudigd Prospectus (2004), de Aanbeveling bij het Vereenvoudigd Prospectus (2004), het Key Investor Information Document (2009 en 2010) en het Key Information Document (2018). De aanleidingen voor deze documenten blijken vaak gerelateerd aan beleggersbescherming en aan Europese belangen. Ook geconstateerde problemen met de documenten leidden bovendien vaak tot de introductie van een nieuw document. De doelen die met de Europese documenten worden nagestreefd zijn met name Europese en economische doelen. Na verloop van tijd komt daar het beschermen van beleggers als doel bij. De regelgeving ontwikkelde zich in de loop van de tijd van weinig voorschriften naar veel voorschriften, van algemene voorschriften naar een hoge mate van standaardisatie, van alleen aandacht voor de inhoud van het document naar toenemende aandacht voor de vormgeving ervan, van veel open normen naar invulling van open normen en van Richtlijnen naar Verordeningen. Hoewel de Europese wetgever aanvankelijk uitging van een rationele consument, wordt inmiddels erkend dat een consument

soms irrationeel gedrag vertoont. De rol van evaluatieonderzoek is in de loop van de jaren toegenomen. Hoewel met de introductie van het Prospectus reeds de harmonisering van het geldende recht in de diverse lidstaten werd beoogd, is dit geen werkelijkheid geworden. Dit leidde ertoe dat de regelgeving voor Europese informatiedocumenten later niet meer in een Richtlijn maar in een Verordening werd neergelegd.

Hoofdstuk 3 beschrijft de ontwikkeling van het Engelse Key Features Document. Dit document werd in 1994 geïntroduceerd. Vanaf het jaar 2000 tot 2007 volgde een periode van onderzoek en consultatie. Dit leidde in 2007 tot nieuwe regels voor het Key Features Document. Door de introductie van het Europese Key Information Document verviel de verplichting om een Key Features Document op te stellen voor pakketproducten die geen PRIIP zijn. De aanleiding voor het Key Features Document en latere wijzigingen was nieuwe wetgeving die invloed had op de voorschriften voor het Key Features Document alsmede geconstateerde problemen met het bestaande document. Het document heeft globaal genomen twee doelen, namelijk financiële producten begrijpelijk en vergelijkbaar maken voor consumenten. De ontwikkeling van de regelgeving verloopt in Engeland anders dan op Europees niveau en in Nederland en Duitsland. De regelgeving ontwikkelde zich namelijk van veel naar weinig voorschriften en van een redelijk hoge mate van standaardisatie naar algemene voorschriften. Er was bovendien vanaf het begin aandacht voor vormgeving. Vanaf 2007 bestaan er met name een aantal open normen en niet wettelijke maatregelen ten aanzien van het document. Hoewel de doelen van het Key Features Document rationaliteit van de consument veronderstellen is de regelgever ook bewust van de beperkingen van de belegger. Evaluatieonderzoek heeft in Engeland een relatief grote rol gespeeld bij de ontwikkeling van het Key Features Document. In de rapporten met de resultaten van deze onderzoeken worden bijvoorbeeld aanwijzingen opgenomen die opstellers moeten helpen om het document op te stellen. Harmonisering lijkt geen grote rol te hebben gespeeld bij de introductie of latere wijzigingen van de regelgeving met betrekking tot het Key Features Document.

In **hoofdstuk 4** staat de ontwikkeling van de Nederlandse Financiële Bijsluiter centraal. De Financiële Bijsluiter werd in 2001 geïntroduceerd, waarna de regelgeving in 2006 werd aangepast. Later vonden er nog een aantal wijzigingen plaats, waarvan de belangrijkste in 2018: de vervanging van de Financiële Bijsluiter door het Key Information Document. De aanleiding voor de introductie van de Financiële Bijsluiter vormde de door de wetgever geconstateerde problemen met informatieverstrekking. Latere wijzigingen kwamen voort uit problemen met het functioneren van de Financiële Bijsluiter en uit Europese wetgeving. De Financiële Bijsluiter had aanvankelijk tot doel om financiële producten voor consumenten begrijpelijk en vergelijkbaar te maken. Later voegt de wetgever daar aan toe dat het document tot doel heeft om beleggers ertoe aan te zetten om een derde om advies te vragen en werden er economische doelen geformuleerd. De regelgeving met

betrekking tot de Financiële Bijsluiter was in hoge mate gestandaardiseerd. Hoewel er aanvankelijk enkele open normen in de voorschriften stonden, werden de voorschriften vanaf 2006 steeds concreter. Reeds bij de introductie van de Financiële Bijsluiter waren er veel voorschriften op het document van toepassing. In de loop van de tijd kwam er meer aandacht voor de vormgeving van het document. De voorschriften waren juridisch bindend. Het beeld dat de Nederlandse wetgever van consumenten heeft is tweezijdig. Enerzijds worden de beperkingen van de consument genoemd terwijl anderzijds rationeel gedrag en verantwoordelijkheid worden verondersteld. In de loop van de jaren lijkt dit beeld iets op te schuiven naar een beperktere mate van veronderstelde rationaliteit en minder veronderstelde verantwoordelijkheid. Evaluatieonderzoek heeft een grote rol gespeeld bij de introductie van de Financiële Bijsluiter en latere wijzigingen, zowel ex ante als ex post. De wetgever trekt uit deze onderzoeken echter niet altijd de juiste conclusie. Zo beweerde de wetgever dat in deze onderzoeken de begrijpelijkheid is onderzocht. Dit blijkt echter onjuist omdat alleen de perceptie van begrijpelijkheid is onderzocht. De regelgeving voor de Financiële Bijsluiter had in toenemende mate harmonisering van producten tot gevolg door middel van sectoroverstijgende regelgeving.

Hoofdstuk 5 bevat een beschrijving van de beleidstheorieën van Duitse informatiedocumenten, namelijk het informatiedocument voor verzekeringen (2007), financiële instrumenten (2011), risicovolle kapitaalinvesteringen (2012) en private pensioenproducten (2013). Kenmerkend voor Duitsland is het relatief grote aantal documenten voor verschillende soorten financiële producten. Omdat deze documenten los van elkaar zijn geïntroduceerd en zich afzonderlijk van elkaar hebben ontwikkeld worden de zes aspecten in het hoofdstuk per documenten beschreven.

De aanleiding voor het document voor verzekeringen was de wens om het bestaande wetboek te actualiseren en onvrede over de informatieverstrekking aan verzekeringsnemers. Het document had tot doel om consumenten inzicht te geven in verzekeringen en moest voor consumenten als vertrekpunt dienen om zich verder in het product te verdiepen. Deze doelen blijken ten dienste te staan van economische doelen. Slechts één artikel heeft betrekking op het document. Hoewel dat artikel juridisch bindend is, is het document vrijwel niet gestandaardiseerd. Het voorschrift heeft bijna uitsluitend betrekking op de inhoud van het document en vrijwel niet op de vormgeving ervan. Het artikel bevat veel open normen. De wetgever gaat uit van een rationele consument die zelf verantwoordelijk is voor zijn keuzes. Er werd zowel ex ante als ex post onderzoek uitgevoerd naar een informatiedocument voor verzekeringen. Hoewel het document moest worden opgesteld voor alle soorten verzekeringen, leidt het document niet tot harmonisering aangezien de voorschriften niet sectoroverstijgend zijn.

De introductie van het Duitse document voor financiële instrumenten komt voort uit een oproep van de minister aan de financiële sector om een informatiedocument te ontwerpen. Omdat dit niet het gewenste effect had, werd regelgeving

ontworpen. Het document werd wenselijk geacht omdat door de financiële crisis allerlei problemen op de kapitaalmarkt aan het licht waren gekomen die het vertrouwen van consumenten in die sector had geschaad. Zo hadden consumenten onvoldoende zicht op financiële producten en de risico's daarvan. Omdat het document na de introductie niet goed functioneerde riep de minister de financiële sector wederom op tot actie. Dit leidde tot een *Glossar* (woordenlijst) en een *Rundschreiben* (handvatten voor het opstellen van het document). Het informatiedocument moest consumenten informeren, helpen om financiële producten te vergelijken en waarschuwen voor risico's. Ook werden met het document economische doelen nagestreefd. De regelgeving met betrekking tot het document is erg algemeen van aard. Het aantal voorschriften is beperkt. De voorschriften hebben met name betrekking op de inhoud van het document. Door het grote aantal open normen is het document vrijwel niet gestandaardiseerd. De *Glossar* en het *Rundschreiben* dienden onder meer te verduidelijken hoe de wetgeving geïnterpreteerd moest worden. Deze documenten waren echter niet-juridisch bindend. De wetgever gaat uit van een rationele belegger die verantwoordelijk is voor zijn beslissingen. Evaluatieonderzoek speelde op diverse manieren een rol bij de introductie en latere ontwikkelingen van het document. Het document moest alleen worden opgesteld voor producten die te kwalificeren zijn als 'financiële instrumenten' in de zin van de wet. Van harmonisatie was dus geen sprake.

Diverse problemen, zoals het risico dat beleggers liepen op financiële schade door onbetrouwbare aanbieders en slecht advies, vormden de aanleiding voor de introductie van een informatiedocument voor risicovolle kapitaalinvesteringen. De wetgever wilde daarmee financiële producten vergelijkbaar maken en beleggers beschermen. Het aantal voorschriften voor dit document is beperkt. De juridisch bindende voorschriften hebben geen betrekking op de vormgeving en leiden slechts in beperkte mate tot standaardisatie van het document. Een wijziging van de regelgeving door inwerkingtreding van het *Kleinanlegerschutzgesetzes* leidde tot een hogere mate van standaardisatie hoewel er nadien nog steeds veel open normen bestaan. De wetgever zag 'de gemiddelde belegger' als doelgroep van het document. Hoewel niet wordt uitgewerkt wat hieronder wordt verstaan, lijkt het erop dat een bepaalde mate van rationaliteit wordt verondersteld en wordt eveneens aangenomen dat een belegger verantwoordelijk is voor het nemen van een beslissing. Inmiddels wil de wetgever beleggers waarschuwen voor bepaalde risico's. Er werd geen ex ante of ex post evaluatieonderzoek verricht, althans dit is niet kenbaar gedaan. Hoewel de wetgever getracht heeft om aansluiting te zoeken bij de voorschriften voor het document voor financiële instrumenten, is er uiteindelijk voor gekozen om de voorschriften zo goed mogelijk aan te laten sluiten bij de specifieke kenmerken van risicovolle kapitaalproducten. Dit heeft dus feitelijk niet tot harmonisatie geleid. Door de PRIIPs-Verordening moet er voor risicovolle kapitaalinvesteringen die onder de PRIIPs-definitie vallen een Key Information Document opgesteld worden.

Het laatste Duitse document dat in hoofdstuk 5 aan de orde komt is het informatiedocument voor private pensioenproducten. De aanleiding voor dit document was het dalende geboortecijfer en een toenemende levensverwachting waardoor het staatspensioen steeds meer onder druk kwam te staan. Particuliere pensioenen wonnen daarmee aan belang. Echter, met deze producten bestonden diverse problemen. De producten waren onder meer te ingewikkeld. Door middel van diverse maatregelen, waaronder een informatiedocument, moest de populariteit van deze producten worden bevorderd. Meer in het bijzonder werd beleggerbescherming nagestreefd omdat het document het begrijpen en vergelijken van private pensioenproducten eenvoudiger moest maken. Ook moest het document de concurrentie tussen aanbieders verbeteren en duidelijkheid verschaffen over de interpretatie van wettelijke voorschriften. Op het document is slechts één artikel van toepassing dat juridisch bindend is. Het artikel heeft geen standaardisatie van het document tot gevolg omdat het vrijwel alleen voorschriften ten aanzien van de vormgeving van het document bevat. Het artikel is wel concreet over onder meer de inhoud van het document en bevat geen open normen. De doelgroep van het document is volgens de wetgever een rationele consument die verantwoordelijk is voor zijn beslissing. Er werd zowel ex ante als ex post onderzoek gedaan. Met het document werd geen harmonisering beoogd danwel bereikt.

Hoofdstuk 6 is het sluitstuk van het eerste deel van het boek. Het bevat een vergelijkende analyse van de beleidstheorieën die ten grondslag liggen aan informatiedocumenten. Hieruit blijkt in de eerste plaats dat naast beleggersbescherming, de aanleiding voor de introductie van informatiedocumenten of het wijzigen van de regelgeving vaak economisch van aard is. De ontwikkeling van informatiedocumenten kan bovendien het beste worden begrepen als padafhankelijk. In het licht van de beschreven ontwikkeling van informatiedocumenten blijkt de introductie van het meest recente Key Information Document in 2018 eigenlijk niets nieuws onder de zon.

Informatiedocumenten hebben over het algemeen tot doel om financiële producten voor consumenten begrijpelijk en vergelijkbaar te maken, hoewel de wetgever de doelen niet altijd goed voor ogen lijkt te hebben. De doelen blijken namelijk soms te verschillen al naar gelang het document dat geraadpleegd wordt. Op dit punt valt dus winst te behalen. Bovendien worden met het document vaak ook impliciet of expliciet economische doelen nagestreefd.

Wat betreft de aard van de regelgeving is er in de meeste landen en op Europees niveau een trend te zien naar standaardisatie, waarbij algemene voorschriften worden vervangen door meer concrete voorschriften, open normen worden ingevuld, het aantal voorschriften met betrekking tot het document toeneemt en er steeds meer aandacht komt voor de vormgeving van het document. Een tegengestelde ontwikkeling doet zich ten aanzien van een groot aantal punten voor in Engeland. De wetgever kiest in de meeste rechtsstelsels voor bindende regelgeving. Dit lijkt het meest geschikt. Wanneer de financiële sector vrijheid wordt gege-

ven om zelf een document op te stellen dan blijkt dit namelijk vaak niet het gewenste effect te hebben. Daarnaast werd geconstateerd dat de min of meer identieke doelen van informatiedocumenten, het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten, steeds anders wordt uitgewerkt in regelgeving. Al met al lijkt samenwerking tussen de wetgevers daarom gewenst.

De doelgroep van informatiedocumenten zijn veelal consumenten. Er bestaat echter vaak onduidelijkheid over het beeld dat de wetgever van de consument heeft. Daarnaast is er vaak geen aandacht voor verschillen tussen consumenten. Het is opmerkelijk dat de wetgever hier zo weinig aandacht aan besteedt, omdat dit de doelgroep van het document is en het document voor hen moet leiden tot begrijpelijke en vergelijkbare financiële producten. Zonder inzicht in wie de belegger is, lijkt er echter vooral sprake van lippendienst aan begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid. Wel is er een trend waarneembaar waarbij het beeld van een rationele consument die verantwoordelijk is voor zijn beleggingsbeslissing, vermoedelijk onder invloed van de resultaten van evaluatieonderzoek, is vervangen door het beeld van een consument die ook irrationeel gedrag kan vertonen. De wetgever lijkt in toenemende mate te proberen om aan te sluiten bij de behoeften van beleggers.

Evaluatieonderzoek heeft op diverse manieren zowel ex ante als ex post een rol gespeeld bij de introductie van informatiedocumenten of wijziging van de regelgeving. Een enkele keer trekt de wetgever onjuiste conclusies uit de onderzoeken. Ook zijn er diverse kritische kanttekeningen te plaatsen bij het uitgevoerde onderzoek, hetgeen in hoofdstuk 7 wordt gedaan.

Op nationaal niveau is er bij de introductie van een informatiedocument nooit aansluiting gezocht bij regelgeving in andere landen. Dit is opvallend omdat de doelen die met het document worden nagestreefd in de diverse rechtsstelsels in hoofdlijnen gelijk zijn. Bovendien kan er lering worden getrokken uit de ervaringen die er met het document zijn opgedaan.

In deel 2 van het boek staat de effectiviteit van korte precontractuele informatiedocumenten over complexe financiële producten voor consumenten centraal. In **hoofdstuk 7** wordt in de eerste plaats een overzicht gegeven van de evaluatieonderzoeken die op Europees niveau en in Engeland, Nederland en Duitsland zijn uitgevoerd naar de korte precontractuele informatiedocumenten die in deel 1 aan de orde kwamen. Deze onderzoeken kunnen inzicht geven in de vraag of deze documenten er in de praktijk daadwerkelijk toe leiden dat consumenten financiële producten beter begrijpen en met elkaar kunnen vergelijken. Er wordt achtereenvolgens ingegaan op 1) hoe tegen het document wordt aangekeken, 2) het gebruik van het document (waaronder het gaan lezen, de begrijpelijkheid en de vergelijkbaarheid), 3) de inhoud van het document en 4) de aanbevelingen die worden geformuleerd in de rapporten.

Het blijkt dat de rapporten niet eenduidig zijn over de vraag of het document consumenten helpt om financiële producten begrijpelijk en vergelijkbaar te maken voor consumenten. Uit diverse onderzoeken blijkt dat het document in de praktijk niet zo vaak wordt gebruikt vanwege onder meer de lengte en de complexiteit van de informatie. Informatiedocumenten lijken over het algemeen financiële producten voor consumenten niet begrijpelijk te maken. Hieraan staan onder meer in de weg: technische termen, lange zinnen, moeilijke woorden, de onduidelijkheid van het document, onvoldoende concrete informatie en een te grote hoeveelheid tekst. Het blijkt eveneens twijfelachtig in hoeverre korte informatiedocumenten bijdragen aan de vergelijkbaarheid van financiële producten. Als oorzaken hiervoor komen onder andere naar voren dat consumenten vaak niet op zoek gaan naar informatie, dat consumenten verwachten dat hun financieel adviseur de producten voor hen zal vergelijken of de veronderstelling dat alle aanbieders hetzelfde zijn. Ten aanzien van de inhoud van informatiedocumenten is het belangrijk dat deze aansluit bij de informatiebehoefte van beleggers, met name de risico's, opbrengsten en verplichtingen. Visuele weergaven, het presenteren van informatie in vraag- en antwoordvorm of opsommingen met bulletpoints verdienen daarbij de voorkeur. Concrete informatie en meer persoonlijke informatie zou de begrijpelijkheid van de informatie kunnen bevorderen. Standaardisatie zou daarnaast een positieve bijdrage kunnen leveren aan de vergelijkbaarheid van de informatie in verschillende informatiedocumenten.

Uit de analyse van de resultaten van ex ante onderzoek blijkt dat consumenten veelal positief zijn over een informatiedocument en verwachten dat het een belangrijke rol zal spelen bij het nemen van een financiële beslissing. Echter, ex post onderzoek naar het daadwerkelijke gebruik van het document is minder rooskleurig, omdat daaruit naar voren komt dat consumenten het document niet altijd lezen, laat staan begrijpen of met elkaar vergelijken. Het onderscheid tussen perceptie (die in veel onderzoeken centraal staat) en daadwerkelijk gebruik blijkt dus van groot belang. In de tweede plaats is het opvallend dat met name het Engelse Key Features Document blijkens de resultaten van de onderzoeken niet effectief is in het bevorderen van de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van financiële producten. Een mogelijke verklaring hiervoor is de grote omvang van dit document in vergelijking met de beperktere omvang van de Europese, Nederlandse en Duitse documenten.

Op basis van de resultaten van de evaluatieonderzoeken worden vijftien aanbevelingen geformuleerd die de effectiviteit van informatiedocumenten in het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten voor consumenten ten goede moet komen (paragraaf 7.2.4). Desalniettemin mogen de resultaten van de onderzoeken niet met al te veel stelligheid voor waar worden aangenomen. De methodologische kwaliteit van deze evaluaties laat namelijk te wensen over. Met name op het gebied van de betrouwbaarheid en verslaglegging van de gemaakte keuzes blijkt veel winst te behalen. Ook scoren de onderzoeken slecht op de

interne validiteit vanwege het ontbreken van een controlegroep en een nulmeting. Om de kwaliteit van evaluatieonderzoek naar precontractuele informatiedocumenten in de toekomst te verbeteren, worden er tevens diverse aanbevelingen gedaan (paragraaf 7.3.5).

In **hoofdstuk 8** wordt op basis van psychologische literatuur ingegaan op de vraag of een precontractueel informatiedocumenten financiële producten voor consumenten begrijpelijk en vergelijkbaar maakt. Er blijken verschillende belemmeringen te bestaan voor de effectiviteit van een informatiedocument in het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten. Ten eerste speelt informatie voor een grote groep beleggers geen (grote) rol bij het nemen van een beleggingsbeslissing (paragraaf 8.2). Ook blijken beleggers vaak niet gemotiveerd om zich in financiële producten te verdiepen, producten te vergelijken of informatiedocumenten te lezen (paragraaf 8.3). Eveneens ontbreken bij consumenten vaak de kennis en de vaardigheden om financiële producten te begrijpen (paragraaf 8.4). Daarnaast blijken veel heuristieken en biases er aan in de weg te kunnen staan dat beleggers op basis van een informatiedocument een goed beeld krijgen van financiële producten of financiële producten goed met elkaar kunnen vergelijken. Er worden in het hoofdstuk diverse aanbevelingen gedaan voor beleidsmakers. Zo wordt benadrukt dat het van belang is dat beleidsmakers een goed beeld hebben van de belegger en dat de beslsstrategieën van beleggers betrokken moeten worden bij het ontwerpen van regelgeving.

Deel 3 van het boek bevat een overzicht en analyse van de bevindingen van het onderzoek. Uit de tweede paragraaf van **hoofdstuk 9** blijkt allereerst dat er sprake is van een vicieuze beleidscirkel. Daarnaast wordt het belang van weldoordachte doelen benadrukt evenals het belang van een juist beeld van de belegger. Ook bevat het een oproep tot meer samenwerking tussen rechtsstelsels. Daarnaast wordt geconstateerd dat evaluatieonderzoek van matige tot slechte kwaliteit een rol speelde bij beleidsbeslissingen. In paragraaf 9.3 wordt uiteengezet waar het bij deze onderzoeken methodologisch aan schort. Al met al zijn er op basis van de evaluatieonderzoeken wel sterke aanwijzingen dat precontractuele informatiedocumenten in de praktijk niet bepaald succesvol zijn in het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële producten voor consumenten. Ook de inzichten uit de psychologie tonen de beperkingen van informatiedocumenten aan (paragraaf 9.4). Tot slot wordt in hoofdstuk 9 de vraag gesteld: Waar moet het heen met informatiedocumenten? In de eerste plaats wordt betoogd dat informatiedocumenten van toegevoegde waarde kunnen zijn (paragraaf 9.5.1). In tegenstelling tot marketingmateriaal is het namelijk een objectieve bron van informatie voor consumenten. Er wordt dus niet gepleit voor het afschaffen van informatiedocumenten. Tegelijkertijd dienen wetgevers geen al te hoge verwachtingen te hebben van informatiedocumenten. Het uitgevoerde onderzoek toont namelijk aan dat deze documenten niet bepaald succesvol zijn in het begrijpelijk en vergelijkbaar maken van financiële

producten voor consumenten. Er dient derhalve niet onevenredig veel geld, tijd en energie besteed te worden aan een dergelijke beperkt effectieve beleidsmaatregel. Hiervoor bestaan drie redenen 1) dit wordt al meer dan dertig jaar op Europees en nationaal niveau zonder succes gedaan, 2) het veranderde beeld van de belegger als iemand die soms irrationeel gedrag vertoont botst met doelen als 'begrijpelijkheid' en 'vergelijkbaarheid' omdat dit rationaliteit veronderstelt en 3) het niet goed functioneren van informatiedocumenten wordt in belangrijke mate veroorzaakt door factoren waarop de wetgever door middel van wetgeving voor informatiedocumenten geen invloed kan uitoefenen, zoals de financiële kennis en vaardigheden van beleggers en de complexiteit van financiële producten. Om daadwerkelijk goede beleggingsbescherming te kunnen garanderen moeten derhalve alternatieve beleidsmaatregelen worden verkend en onderzocht.

SUMMARY

This study focuses on the following question: how did policy theories underlying short precontractual information documents about complex financial products for consumers develop over the course of the years on a European level and in England, the Netherlands and Germany, and to what extent are such documents suitable for achieving policy goals, being making these products comprehensible to consumers and easier for them to compare?

To answer this question, the first part of the book will describe the policy theories regarding short precontractual information documents for complex financial products. Policy theory refers to anything that, according to the policy maker, underlies their policy. Per document, especial attention will be given to six aspects, which are 1) the *reasons* for the introduction of the document, 2) the *goals* the document is supposed to help achieve, 3) the *nature of the regulations*, 4) the understanding the legislator has of *investors* as the target group for the document, 5) the role of the *evaluation study* and 6) the pursuit of *harmonisation*. In turn, the study will discuss policy theory regarding information documents on a European level (chapter 2), in England (chapter 3), in the Netherlands (chapter 4), and in Germany (chapter 5).

Chapter 2 will examine the following documents: the Prospectus (1985), the Simplified Prospectus (2004), the Recommendation accompanying the Simplified Prospectus (2004), the Key Investor Information Document (2009 and 2010), and the Key Information Document (2018). The reasons for these documents often appear to be connected to investor protection and European interests. In addition, any problems identified with the documents often led to the introduction of a new document. The goals that are pursued with the aid of the European documents are primarily European and economic goals. Over time, the protection of investors becomes an additional goal. Over the course of the years, regulation developed from a small number of rules to many rules, from general rules to a high degree of standardisation, from mere attention to the contents of the document to increased attention to its design, from many open norms to the defining of open norms, and from Directives to Regulations. Although the European legislator initially assumed consumers to be rational, it is by now acknowledged that consumers sometimes exhibit irrational behaviour. The role of evaluation studies has increased over the

years. And although, with the introduction of the Prospectus, harmonisation of the applicable law in the various member states was already aimed at, this has not been realised, instead leading to the rules regarding European information documents not being laid down in a Directive anymore, but in a Regulation.

Chapter 3 describes the development of the English Key Features document. This document was introduced in 1994. From the year 2000 until 2007 a period of research and consultation followed, leading in 2007 to new rules for the Key Features Document. Due to the introduction of the European Key Information Document there no longer existed an obligation to create a Key Features Document for package products that are not PRIIPs. The reasons for the Key Features Document and later modifications were new legislation which affected the regulations for the Key Features Document and problems identified with the existing documents. Globally, the document has two goals, being making financial products comprehensible to consumers and easier for them to compare. The regulations' development in England differs from that on a European level and in the Netherlands and Germany in that it developed from many to few regulations, and from a rather high degree of standardisation to general regulations. Moreover, from the beginning attention was paid to the design of the document. From 2007 onwards, there have primarily been a number of open norms and non-legal measures relating to the document. Even though the goals of the Key Features Document presuppose rationality on the side of consumer, the regulator is also aware of the investor's limitations. Evaluation studies have played a relatively big part in England when it came to the development of the Key Features Document. For instance, the reports stating the results of these studies contain instructions aimed to help drafters draft the document. Harmonisation does not appear to have played a big role when it comes to the introduction of or later alterations to the regulations regarding the Key Features Document.

Chapter 4 focuses on the development of the Dutch *Financiële Bijsluiter* (Financial Information Leaflet). The *Financiële Bijsluiter* was introduced in 2001, after which the regulations were adjusted in 2006. Later on, additional changes took place, the most important of which in 2018: the replacement of the *Financiële Bijsluiter* by the Key Information Document. The reason for the introduction of the *Financiële Bijsluiter* were problems concerning the provision of information identified by the legislator. Later modifications were brought on by problems regarding the functioning of the *Financiële Bijsluiter* and European legislation. Initially, the goal of the *Financiële Bijsluiter* was to make financial products comprehensible to consumers, and easier for them to compare. Later, the legislator added the aim of urging investors to ask a third party for advice, and economic goals were defined. Regulation regarding the *Financiële Bijsluiter* was standardised to a large degree. Even though, initially, the regulations contained a few open norms, they became increasingly concrete from 2006 onwards. Already at its introduction, many regulations applied to the *Financiële Bijsluiter*. Over time, more attention was given to

the design of the document. The regulations were legally binding. The idea the Dutch legislator has of consumers is ambiguous: on the one hand, the limitations of the consumer are mentioned, while on the other hand rational behaviour and responsibility are presupposed. Over the years, this view appears to shift somewhat to a more limited degree of assumed rationality and assumed responsibility. Evaluation studies played a major part in the introduction of the Financiële Bijsluiter and later modifications, ex ante as well as ex post. However, the legislator does not always draw the right conclusion from these studies. For instance, the legislator claimed that these studies examined the comprehensibility of the document. As it appears, this is not correct, since only the perception of comprehensibility was examined. Regulations for the Financiële Bijsluiter increasingly led to harmonisation of products through cross-sector regulations.

Chapter 5 contains a description of the policy theories underlying German information documents, being the information document for insurance products (2007), financial instruments (2011), high-risk capital investments (2012), and private pension products (2013). Typical for Germany is that it has a relatively large number of documents for different kinds of financial products. Since these documents were introduced separately and developed separately, this chapter will describe the six aspects per document.

The reasons for the document for insurance products were the desire to update the existing Code and dissatisfaction with the provision of information to policyholders. The goal of the document was to increase consumers' understanding of insurance products and to serve as a starting point for consumers to learn more about the product themselves. As it appears, these goals are secondary to economic goals. Only one article relates to the document. Although that article is legally binding, the document is practically non-standardised. The regulation virtually exclusively relates to the content of the document, and hardly to its design. The article contains many open norms. The legislator presupposes a rational consumer who is responsible for their own choices. Both ex ante and ex post studies were executed regarding an information document for insurance products. Although the document was to be drafted for all types of insurance products, it does not lead to harmonisation since the regulations are not of a cross-sectoral nature.

The introduction of the German document for financial instruments was brought about by an appeal from the minister to the financial sector to design an information document. Since this did not have the desired effect, regulations were designed. The document was deemed desirable on account of the financial crisis revealing various problems on the capital market, causing consumers to lose confidence in the sector. For instance, consumers had insufficient understanding of financial products and the risks associated with them. Because the document did not function properly after its introduction, the minister once again called on the financial sector to take action, resulting in a *Glossar* (glossary) and a *Rundschreiben* (tools for drafting the document). The aim of the document was to inform consu-

mers, to help them compare financial products, and to warn them about risks. In addition, the document was supposed to help achieve economic goals. Regulations regarding the document are very general in nature. The number of regulations is limited. Regulations primarily relate to the contents of the document. On account of the large number of open norms, the document is virtually non-standardised. The Glossar and the Rundschreiben served, among others, to explain how legislation needed to be interpreted. However, these documents were not legally binding. The legislator considered investors to be rational and responsible for their decisions. Evaluation studies played a part in various ways in the introduction and further development of the document. The document was to be drafted solely for products that can be characterised as being 'financial instruments' within the meaning of the law. Thus, there was no harmonisation.

Various problems, such as the fact that investors were at risk of financial damage due to unreliable providers and bad advice, led to the introduction of an information document for high-risk capital investments. With it, the legislator wanted to make financial products comparable and protect investors. The number of regulations for this document is limited. The legally binding regulations do not relate to the design and only lead to a limited degree of standardisation of the document. A modification of the regulations through the implementation of the *Kleinanlegerschutzgesetzes* resulted in a higher degree of standardisation, although many open norms exist until today. The legislator considered 'the average investor' to be the target group for the document. Although no further details are provided as to what is meant by this, it appears that a certain degree of rationality on the part of the investor is presupposed and that it is assumed that investors are responsible for making a decision. By now, the legislator wants to warn investors against certain risks. No ex ante or ex post evaluations study was executed, or at least such a study has not been made public. Although the legislator attempted to adjust the regulations to the regulations regarding the document for financial instruments, in the end the decision was made to adjust the regulations as closely as possible to the specific characteristics of high-risk capital products. thus preventing actual harmonisation. Through the PRIIPs-Verordening (PRIIPs Regulation), a Key Information Document must be drafted for high-risk capital investments that are covered by the PRIIPs definition.

The final German document that chapter 5 will discuss is the information document for private pension products. The reason for the introduction of this document was a declining birth rate and an increased life expectancy putting ever more pressure on the state pension, resulting in a growing importance of private pensions. However, there were various issues associated with these products. Among others, they were too complex. Through various measures, among which an information document, the popularity of these products was to be increased. In particular, the aim was to protect investors, since the document was supposed to make it easier for them to comprehend and compare private pension products. In addition,

the document was to improve competition between providers, as well as to provide clarity regarding the interpretation of legal regulations. Only one legally binding article applies to the document. The article does not lead to standardisation of the document, since it almost exclusively contains regulations concerning the design of the document. The article is, however, concrete with regard to the contents of the document and contains no open norms. According to the legislator, the target group for the document consists of rational consumers who are responsible for their decision. Studies were executed both *ex ante* and *ex post*. The aim of the document was not to bring about harmonisation, nor did it achieve this.

Chapter 6 is the final section of the first part of the book. It contains a comparative analysis of the policy theories underlying information documents. Firstly, this analysis shows that, in addition to investor protection, the reasons for the introduction of information documents or for modifying regulations are often economic in nature. Moreover, the development of information documents can best be understood as path dependent. In light of the described development of information documents, the introduction of the most recent Key Information Document in 2018 actually appears to be nothing new under the sun.

The aim of information documents generally is to make financial products comprehensible to consumers and easier for them to compare, although the legislator does not always appear to have a clear view of the goals. Sometimes the goals appear to differ, depending on the document consulted. Thus, gains are still to be made in this area. Furthermore, the document is often used as an instrument to help achieve economic goals as well, whether it be implicitly or explicitly.

When it comes to the nature of the regulations, both in most countries and on a European level there is a trend towards standardisation, with general regulations being replaced by more specific ones, open norms being defined, the number of regulations relating to the document increasing and attention to the design of the document growing. In England, a contrary development with regard to a large number of points is occurring. In most legal systems, the legislator chooses to make use of binding regulations, which appear to be most suitable in this context. If the financial sector is granted the freedom to create a document itself, oftentimes this does not turn out to have the desired effect. In addition, it became evident that the more or less identical aims of information documents, being making financial products comprehensible and comparable, are being translated into regulation in many different ways. All in all, cooperation among the legislators therefore appears to be desirable.

The target group for information documents consists largely of consumers. However, it is often not clear what the legislator's idea of the consumer is. Moreover, often no attention is paid to differences among consumers. The legislator paying so little attention to this is remarkable, since it concerns the target group for the document, and the document should make it easier for this target group to understand and compare financial products. Without a clear understanding of who

the investor is, it appears that comprehensibility and comparability are merely being paid lip service to. There is, however, a trend toward the idea of a rational consumer who is responsible for their own investment decisions being replaced by the idea of a consumer who can exhibit irrational behaviour as well, presumably as a result of the outcomes of evaluation studies. The legislator increasingly appears to attempt to meet investors' needs.

In various ways, evaluation studies played a part in the introduction of information documents or modification of regulation, both *ex ante* and *ex post*. Occasionally, the legislator draws incorrect conclusions from these studies. Furthermore, various critical comments can be made with regard to the studies executed, comments chapter 7 will make.

On a national level, never was consistency with regulations in other countries pursued when an information document was introduced. This is remarkable, since the goals the document is supposed to help achieve are generally the same in the various legal systems. Besides, lessons can be learned from other parties' experience with the document.

Part 2 of the book will focus on the effectiveness of short precontractual information documents regarding complex financial products for consumers. First, **chapter 7** will give an overview of the evaluation studies concerning the short precontractual information documents that were discussed in part 1 and executed on a European level and in England, the Netherlands and Germany. These studies can provide insight into the question whether, in practice, these documents actually result in consumers being able to understand and compare financial products better. In turn, the chapter will examine 1) how the document is perceived, 2) the use of the document (among which if it is actually read, its comprehensibility and comparability), 3) the contents of the document, and 4) the recommendations the reports make.

As it appears, the reports are not unambiguous with regard to the question whether the document helps making financial products comprehensible to consumers and easier for them to compare. Various studies show that, in practice, the document is not used very much, on account of, among others, its length and the complexity of the information. Generally, information documents do not appear to make financial products comprehensible to consumers, due to, among others: technical terms, long sentences, difficult words, ambiguity of the document, insufficient concrete information, and too large an amount of text. It further appears doubtful to which degree short information documents contribute to the comparability of financial products. Reasons for this include the fact that consumers do not often search for information, that they expect their financial advisor to compare the products for them, or that they presume that all providers are the same. With regard to the contents of information documents, it is important for these to meet investors' information needs, and thus primarily address the risks, returns, and

obligations associated with financial products. Visual representations, the presenting of information in a question-and-answer format, or as enumerations using bullet points are preferred in this context. The use of concrete information as well as more personal information could improve the comprehensibility of the information. In addition, standardisation may contribute to a better comparability of the information in different information documents.

Analysis of the results of *ex ante* studies shows that consumers mostly take a positive view of an information document and expect it to play an important role when they need to make a financial decision. However, *ex post* studies concerning the actual use of the document are less rosy, since they show that consumers do not always read the document, let alone understand it or compare it to other ones. The difference between perception (which is the focus of many studies) and actual use thus appears to be of major importance. Besides, it is striking that, according to the results of the studies, the English Key Features Document in particular is not effective when it comes to increasing the comprehensibility and comparability of financial products. A possible explanation for this is the extensiveness of this document as compared to the smaller European, Dutch, and German documents. Based on the findings of the evaluation studies, chapter 7 makes fifteen recommendations that are meant to contribute to increasing the effectiveness of information documents when it comes to making financial products comprehensible to consumers and easier for them to compare (paragraph 7.2.4). Nevertheless, the results of these studies cannot safely be assumed to be true, since the methodological quality of these evaluations leaves much to be desired. Particularly in the areas of reliability and the manner in which the choices made were reported, much can be gained. Furthermore, the studies score poorly on internal validity through the absence of a control group and a baseline. In order to improve the quality of evaluation studies concerning precontractual information documents in the future, various recommendations will be made as well (paragraph 7.3.5).

Based on psychological literature, **chapter 8** will address the question whether a precontractual information document makes financial products comprehensible to consumers and easier for them to compare. Various impediments appear to exist with regard to the effectiveness of an information document as a means of making financial products comprehensible to consumers and easier for them to compare. Firstly, information does not play a (major) part for a large proportion of investors when it comes to making an investment decision (paragraph 8.2). Moreover, as it appears investors often lack the motivation to learn about financial products, to compare products, or to read information documents (paragraph 8.3). In addition, consumers often lack the knowledge and the skills to be able to understand financial products (paragraph 8.4) Finally, many heuristics and biases appear to prevent investors from getting a clear idea of financial products or from comparing financial products properly on the basis of an information document. The chapter makes various recommendations to policy makers, such as for instance the importance of

policy makers having a clear idea of the investor and decision-making strategies of investors being taken into account when regulations are designed.

Part 3 of the book contains an overview and an analysis of the findings of the study. Firstly, the second paragraph of **chapter 9** shows the existence of a vicious policy circle. In addition, the importance of well thought-out goals is emphasized, as well as the importance of an accurate idea of the investor. The chapter further contains a call for more cooperation among legal systems. Moreover, it is established that poor- or low- quality evaluation studies played a part in the coming about of certain policy decisions. Paragraph 9.3 will explain just what is wrong methodologically with these studies. All in all, based on the evaluation studies there are strong indications that, in practice, precontractual information documents are not particularly successful when it comes to making financial products comprehensible to consumers and easier for them to compare. Psychological insights show the limitations of information documents as well (paragraph 9.4). Finally, chapter 9 raises the question: What will become of information documents? First, the chapter argues that information documents can be of added value (paragraph 9.5.1), since, contrary to marketing materials, it is an objective source of information for consumers. Thus, the chapter does not argue for information documents to be dispensed with. At the same time, legislators should not have excessively high expectations of the effectiveness of information documents, since the studies executed show that these documents are not particularly successful as a means of making financial products comprehensible for consumers and easier for them to compare. A disproportionate amount of money, time, and energy should thus not be spent on such a limitedly effective policy measure since 1) this has been done for over thirty years now on a European and a national level, without success, 2) the changed idea of the investor as someone who sometimes exhibits irrational behaviour is at odds with goals such as 'comprehensibility' and 'comparability' since they presuppose rationality, and 3) the improper functioning of information documents is largely caused by factors the legislator cannot control through legislation regarding information documents, such as investors' financial knowledge and skills and the complexity of financial products. In order to ensure effective investor protection, alternative policy measures must therefore be explored and examined.

LITERATUURLIJST

BOEKEN, ARTIKELEN, LEZINGEN EN PERSBERICHTEN

Ackert & Deaves 2010

L.F. Ackert & R. Deaves, *Behavioral Finance. Psychology, Decision-Making and Markets*, South Western: Cengage Learning 2010.

Agnew & Szykman 2005

J.R. Agnew & L.R. Szykman, 'Asset Allocation and Information Overload: The Influence of Information Display, Asset Choice, and Investor Experience', *Journal of Behavioral Finance* 2005, 6(2), p. 57-70.

Ahn, Choi, Gale & Kariv 2009

D. Ahn, S. Choi, D. Gale & S. Kariv, 'Estimating Ambiguity Aversion in a Portfolio Choice Experiment', *Coleman Fung Risk Management Research Center Working Papers UC Berkeley*, 2009, nr. 2009-05.

Ahr

E. Ahr, 'Produktinformationsblatt (PID), Vermögensanlageninformationsblatt (VIB), Key Investor Information Document (KIID), die "Beipackzettel" für Kapitalanlagen', online publicatie (datum publicatie onbekend), te raadplegen via: http://www.rechtsanwalt-ahr.de/PDFs/veroeffentlichungen/Beipackzettel%20PIB_VIB_KIID.pdf (laatstelijk geraadpleegd 8 februari 2018).

Allais 1953a

M. Allais, 'L'Extension des Theories de l'Equilibre Economique General et du Rendement Social au Cas du Risque', *Econometrica* 1953a, 21, p. 269-290.

Allais 1953b

M. Allais, 'Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine', *Econometrica* 1953b, 21, p. 503-546.

Antokolskaia 2013

M.V. Antokolskaia, 'Van politiek gestuurde wetgeving naar *evidence-based* wetgeving', in: W.H. van Boom, I. Giesen & A.J. Verheij, *Capita Civilologie. Handboek empirie en privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2013, p. 171-205.

Asch 2008

R.B. Asch, *Basic Probability Theory*, Meneola/New York: Dover Publications 2008.

Asser/Vranken, Algemeen deel **** 2014

J.B.M. Vranken, Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. Algemeen deel****. *Een synthese*, Deventer: Kluwer 2014.

Baker & Nofsinger 2010

H.K. Baker & J.R. Nofsinger, *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons 2010.

Bankenverband 14 maart 2011

Bankenverband, 'Presse-Info. Mehr Transparenz, Vergleichbarkeit und Wettbewerb bei der Anlageberatung – Kreditwirtschaft legt Standard für Produktinformationsblatt vor', 14 maart 2012.

Banks & Oldfield 2007

J. Banks & Z. Oldfield, 'Understanding pensions: Cognitive functions, numerical ability and retirement saving', *Fiscal Studies* 2007, 28(2), p. 143-170.

Barrick & Mount 1991

M.R. Barrick & M.K. Mount, 'The big five personality dimensions and job performance: A meta-analysis', *Personnel Psychology* 1991, 44(1), p. 1-26.

Benartzi, Thaler, Utkus & Sunstein 2007

S. Benartzi, R.H. Thaler, S.P. Utkus & C.R. Sunstein, 'The Law and Economics of Company Stock in 401(k) Plans', *Journal of Law and Economics* 2007, 50, p. 45-79.

Ben-Shahar & Schneider 2014

O. Ben-Shahar & C.E. Schneider, 'More than you wanted to know. The failure of mandated disclosure', Princeton & Oxford: Princeton University Press 2014.

Bentham 1781/2000

J. Bentham, *An Introduction to the Principles of Morals and Legislation*, Kitchner: Botoche Books 1781/2000.

Bernouilli 1954

D. Bernouilli, 'Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk', *Econometrica* 1954, 22, p. 23-36.

Beshears, Choi, Laibson & Madrian 2009

J. Beshears, J.J. Choi, D. Laibson & B.C. Madrian, 'How does Simplified Disclosure Affect Individuals' Mutual Fund Choices?', *NBER Working Paper Series*, nr. 14859, 2009.

Block 1995

J. Block, 'Going beyond the five factors given: Rejoinder to Costa and McCrae (1995) and Goldberg en Saucier (1995)', *Psychological Bulletin*, 1995, 117(2), p. 226-229.

BMELV 2 september 2013

BMELV, 'Produktinformationsblätter werden verständlicher', Pressemitteilung nr. 248 van 2 september 2013.

BMELV 24 april 2013

BMELV, 'Zehn Fragen, zehn Antworten: Die Qualitätsoffensive Verbraucherfinanzen des BMELV. Mehr Transparenz, mehr Kompetenz, mehr Information!', 24 april 2013.

BMELV 14 maart 2012

BMELV, 'Aigner fordert von Banken und Sparkassen Nachbesserungen bei "Beipackzetteln" für Geldanleger', Pressemitteilung nr. 70 van 14 maart 2012.

BMELV 23 juli 2009

BMELV, 'Aigner stellt Produktinformationsblatt für bessere Finanzberatung vor', Pressemitteilung nr. 166 van 23 juli 2013.

Black 2010

J. Black, 'The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation', *LSE Law, Society and Economy Working Papers* 17/2010.

Black 1997

J. Black, *Rules and Regulators*, Oxford: Clarendon Press 1997.

Van Boom, Giesen & Verheij 2013

W.H. van Boom, I. Giesen & A.J. Verheij, *Capita Civilologie. Handboek empirie en privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2013.

Van Braam 1986

A. van Braam, *Leerboek Bestuurskunde. Tekstboek A*, Muiderberg: Coutinho 1986.

Buccioli & Zarri 2015

A. Buccioli & L. Zarri, 'Does Investors' Personality Influence Their Portfolios?', *Netspar Discussion Papers*, DP 01/2015-006, 30 januari 2015.

Bucher-Koenen & Lusardi 2011

T. Bucher-Koenen & A. Lusardi, 'Financial Literacy around the World: An Overview', *Journal of Pension Economics and Finance*, 2011, 10(4), p. 565-584.

Cacioppo & Petty 1982

J.T. Cacioppo & R.E. Petty, 'The Need for Cognition', *Journal of Personality and Social Psychology* 1982, 42(1), p. 116-131.

Capuano & Ramsay 2011

A. Capuano & I. Ramsay, *What Causes Suboptimal Financial Behaviour? An Exploration of Financial Literacy, Social Influence and Behavioural Economics*, Melbourne: Centre for Corporate Law and Securities Regulation 2011.

Charness & Dave 2017

G. Charness & C. Dave, 'Confirmation bias with motivated beliefs', *Games and Economic Behavior* 2017, 104, p. 1-23.

Cherednychenko 2014

O.O. Cherednychenko, 'Fundamental Rights, European Private Law, and Financial Services', in: Hans-W. Micklitz, *Constitutionalization of European Private Law*, Oxford: Oxford University Press 2014.

Chernev, Böckenholt & Goodman 2015

A. Chernev, U. Böckenholt & J. Goodman, 'Choice overload: A conceptual review and meta-analysis', *Journal of Consumer Psychology* 2015, 25(2), p. 333-358.

Conly 2013

S. Conly, *Against autonomy. Justifying Coercive Paternalism*, New York: Cambridge University Press 2013.

Cook & Campbell 1979

T.D. Cook & D.T. Campbell, *Quasi-Experimentation. Design & Analysis Issues for Field Settings*, Chicago: Rand McNally / Boston: Houghton-Mifflin: 1979.

Costa & McCrae

P.T. Costa & R.R. McCrae, 'Four ways five factors are basic', *Personality and Individual Differences*, 1992, 13(6), p. 653-665.

Dalal & Morduch 2009

A. Dalal & J. Morduch, 'The Psychology of Microinsurance. Small Changes Can Make a Surprising Difference', *Microinsurance Paper nr. 5*, International Labour Organization 2009.

Dannemann 2006

G. Dannemann, 'Comparative Law: Study of Similarities or Differences', in: M. Reimann & R. Zimmermann, *The Oxford Handbook of Comparative Law*, Oxford: Oxford University Press 2006, p. 383-419.

Davis e.a. 2013

L.M. Davis e.a., *Evaluating the Effectiveness of Correlational Education. A Meta-Analysis of Programs That Provide Education to Incarcerated Adults*, Santa Monica, CA en Washington DC: Rand Corporation 2013.

Douwes, Volkskrant 29 januari 2004

D. Douwes, 'NVB hekelt Financiële Bijsluiter', *Volkskrant* 29 januari 2004.

Døskeland & Hvide 2011

T.M. Døskeland & H.K. Hvide, 'Do Individual Investors Have Asymmetric Information Based on Work Experience?', *The Journal of Finance* 2011, 66, p. 1011-1041.

Duivenvoorde 2015

B.B. Duivenvoorde, *The Consumer Benchmarks in the Unfair Commercial Practices Directive* (diss. Amsterdam UvA), Springer: 2015.

Duivenvoorde, WPNR 2010, p. 533-534

B.B. Duivenvoorde, 'De 'gemiddelde consument' als rationele actor', *WPNR* 2010, 6120, p. 533-534.

Durand, Newby & Sanghani 2008

R.B. Durand, R. Newby & J.P. Sanghani 2008, 'An Intimate Portrait of the Individual Investor', *The Journal of Behavioral Finance*, 2008, 9, p. 193-208.

Epley & Gilovich 2006

N. Epley & T. Gilovich, 'The Anchoring and Adjustment Heuristic. Why the Adjustments Are Insufficient', *Psychological Science* 2006, 17, p. 311-318.

Farrington 2003

D.P. Farrington, 'Methodological Quality Standards for Evaluation Research', *The Annals of the American Academy*, Mei 2003, p. 49-68.

Farrington e.a. 2002

D.P. Farrington, D.C. Gottfredson, L.W. Sherman & B.C. Welsh, The Maryland Scientific Methods Scale. In: L.W. Sherman, D.P. Farrington, B.C. Welsh, D. Layton MacKenzie (eds.), *Evidence-Based Crime Prevention*, Londen: Routledge 2002, p. 13-21.

Farrington & Welsh 2005

D.P. Farrington & B.C. Welsh, 'Randomized experiments in criminology: What have we learned in the last two decades?', *Journal of Experimental Criminology*, 2005, p. 9-38.

Fernandes, Lynch & Netemeyer 2014

D. Fernandes, J.G. Lynch Jr. & R.G. Netemeyer, 'Financial Literacy, Financial Education and Downstream Financial Behaviors', *Management Science* 2014, 60(8), p. 1861-1883.

Ferran 2012

E. Ferran, 'Regulatory Lessons from the Payment Insurance Mis-selling Scandal in the UK', *European Business Organization Law Review* 2012, 13, p. 247-270.

French & Poterba 1991

K.R. French & J.M. Poterba, *Investor Diversification and International Equity Markets*, NBER Working Paper Series nr. 3609, Cambridge: National Bureau of Economic Research 1991.

FSA April 2005

FSA, 'Simplified Prospectus will give fund investors more information', FSA/PN/041/2005, 22 april 2005.

FSA November 2004

FSA, 'Simplified Prospectus will give fund investors clear information', FSA/PN/101/2004, 26 november 2004.

FSA 2000

FSA, 'FSA proposes overhaul of financial products information', FSA/PN/142/2000, 28 november 2000.

Gasper & Clore 1998

K. Gasper & G.L. Clore, 'The Persistent Use of Negative Affect by Anxious Individuals to Estimate Risk', *Journal of Personality and Social Psychology* 1998, 74(5), p. 1350-1363.

Gigerenzer 2016

G. Gigerenzer, 'Rationality without optimization: Bounded Rationality', in: L. Macchi, M. Bagassi & R. Viale (Eds.), *Cognitive unconscious and human rationality* (p. 3-22), Cambridge, Ma: MIT Press 2016.

Gigerenzer & Brighton 2009

G. Gigerenzer & H. Brighton, 'Homo heuristics: Why biased minds make better inference', *Topics in Cognitive Science* 2009, 1, p. 107-143.

Gigerenzer & Todd 1999

G. Gigerenzer & P.M. Todd, 'Fast and frugal heuristics: The adaptive toolbox', in: G. Gigerenzer, P.M. Todd & The ABC Research Group, *Simple heuristics that make us smart* (p. 3-34), New York: Oxford University Press 1999.

Glaser, Nöth & Weber 2004

M. Glaser, M. Nöth & M. Weber, 'Behavioral Finance', in: D.J. Koehler & N. Harvey (eds), *Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making*, Oxford, UK: Blackwell Publishing Ltd 2004, p. 527-546.

Goldberg 1990

L.R. Goldberg, 'An Alternative "Description of Personality": The Big-Five Factor Structure', *Journal of Personality and Social Psychology* 1990, 59(6), p. 1216-1229.

Goldstein & Gigerenzer 2002

D.G. Goldstein & G. Gigerenzer, 'Models of Ecological Rationality: The Recognition Heuristic', *Psychological Review* 2002, 109, p. 75-90.

Van de Graaf & Hoppe 1996

H. van de Graaf & R. Hoppe, *Beleid en politiek. Een inleiding tot de beleidswetenschap en de beleidkunde*, Bussum: Coutinho 1996.

Grandori 2010

A. Grandori, 'A rational heuristic model of economic decision making', *Rationality and Society* 2010, 22(4), p. 477-504.

Gray & Hamilton 2006

J. Gray & J. Hamilton, *Implementing financial regulation. Theory and Practice*, Chichester: John Wiley & Sons 2006.

Guiso & Viviano 2013

L. Guiso & E. Viviano, 'How much can financial literacy help?', *Discussion Paper Series Financial Economics* nr. 9693, Centre for Economic Policy Research, oktober 2013.

Habschick & Evers 2008

M. Habschick & J. Evers 2008, *Anforderungen an Finanzvermittler- mehr Qualität, bessere Entscheidungen. Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz*, Hamburg: september 2008.

Hardman 2009

D. Hardman, *Judgment and Decision Making. Psychological Perspectives*, Chichester: John Wiley & Sons 2009.

Head 2010

B.W. Head, 'Reconsidering evidence-based policy: Key issues and challenges', *Policy and Society* 2010, 29(2), p. 77-94.

Hermalin & Insen 2000

B.E. Hermalin & A.M. Insen, 'The Effect of Affect on Economic and Strategic Decision Making', *USC Center for Law, Economics and Organization Research Paper Series*, Research Paper No. C01-5, 2000.

Hilgert & Hogarth 2003

M.A. Hilgert & J.M. Hogarth, 'Household Financial Management: The Connection between Knowledge and Behavior', *Federal Reserve Bulletin* juli 2003, p. 309-322.

Hoff, Ondernemingsrecht 2003/3, p. 70-74

G.T.J. Hoff, 'De Financiële Bijsluiters: voor alle duidelijkheid', *Ondernemingsrecht* 2003, 3, p. 70-74.

Hofmann 2011

C. Hofmann, 'Central bank collateral and the Lehmann collapse', *Capital Markets Law Journal* 2011, 4(1), p. 456-469.

Hoogerwerf 2014, p. 15-28

A. Hoogerwerf, 'Beleid, processen en effecten', in: A. Hoogerwerf & M. Herweijer, *Overheidsbeleid. Een inleiding in de beleidswetenschap*, Alphen aan den Rijn: Kluwer 2014, p. 15-28.

Hoogerwerf 2014, p. 65-81

A. Hoogerwerf, 'Beleidsvoorbereiding: het ontwerpen van beleid', in: A. Hoogerwerf & M. Herweijer, *Overheidsbeleid. Een inleiding in de beleidswetenschap*, Alphen aan den Rijn: Kluwer 2014, p. 65-81.

Hoppe 1988

R. Hoppe, 'Voor moed, beleid...en betrouwbare beleidstheorie? Een tussentijdse bezinning', *Beleid & Maatschappij* 1988/1, p. 55-65.

Horsten 2007

P. Horsten, 'De gemakzuchtige of niet-begrijpende consument', *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2007, nr. 6, p. 189-194.

Huberman 2001

G. Huberman, 'Familiarity Breeds Investment', *The Review of Financial Studies* 2001, 14, p. 659-680.

Hung, Heinberg & Yoong 2010

A.A. Hung, A. Heinberg & J.K. Yoong, 'Do Risk Disclosures Affect Investment Choice', *RAND Labor and Population Working Paper*, september 2010, nr. WR-788.

Hung, Parker & Yoong 2009

A.A. Hung, A.M. Parker & J.K. Yoong, 'Defining and Measuring Financial Literacy', *Working Paper RAND Labor and Population* WR-708, September 2009.

Huston 2010

S.J. Huston, 'Measuring financial literacy', *The Journal of Consumer Affairs*, 2010, 44(2), p. 296-316.

Iyengar & Lepper 2000

S.S. Iyengar & M.R. Lepper, 'When Choice is Demotivating: Can One Desire Too Much of a Good Thing?', *Journal of Personality and Social Psychology* 2000, 79(6), p. 995-1006.

De Jager 2018

C.E. de Jager, *Informatiedocumenten onder de loep. Juridische aspecten en de praktijk van precontractuele informatie over complexe financiële producten*, 2018 (te verschijnen).

De Jager 2017

C.E. de Jager, 'A Question of Trust: the Pursuit of Consumer Trust in the Financial Sector by Means of EU Legislation', *Journal of Consumer Policy*, 2017(14), p. 25-49, DOI: 10.1007/s10603-016-9334-8: <http://rdcu.be/qDG4>.

De Jager 2015

C.E. de Jager, 'De financiële sector: weg (van) vertrouwen of op weg naar vertrouwen?. Over het nastreven van consumentenvertrouwen in de financiële sector door middel van EU-wetgeving na de financiële crisis', *Rechtsgeleerd Magazijn Themis* 2015(6), p. 244-257.

Jansen 2010

K.J.O. Jansen, 'De eigen verantwoordelijkheid van de financiële consument', *WPNR* 2010, 6853, p. 623-633.

Kahn & Baron 1995

B.E. Kahn & J. Baron, 'An Exploratory Study of Choice Rules Favored for High-Stakes Decisions', *Journal of Consumer Psychology* 1995, 4(4), p. 305-328.

Kahneman 2011

D. Kahneman, *Ons feilbare denken* [Thinking, fast and slow], Amsterdam: Business Contact 2011 (uit het Engels vertaald door P. van Huizen & J. de Vries).

Kahneman & Tversky 1979

D. Kahneman & A. Tversky, 'Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk', *Econometrica* 1979, 47, p. 263-292.

Kahneman & Tversky 1972

D. Kahneman & A. Tversky, 'Subjective Probability: A Judgment of Representativeness', *Cognitive Psychology* 1972, 3, p. 430-454.

Klein Haarhuis & Niemeijer 2008

C.M. Klein Haarhuis & E. Niemeijer, *Wet en werkelijkheid. Bevindingen uit evaluaties van wetten*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2008.

Krekels & Pandelaere 2015

G. Krekels & M. Pandelaere, 'Dispositional greed', *Personality and Individual Differences* 2015, 74, p. 225-230.

Langer 1975

E.J. Langer, 'The Illusion of Control', *Journal of Personality and Social Psychology* 1975, 32(2), p. 311-328.

Larsen, Buss & Wismeijer 2013

R. Larsen, D. Buss & A. Wismeijer, *Personality Psychology. Domains of Knowledge about Human Nature*, New York: McGraw-Hill Education 2013.

Lauriola & Levin 2001

M. Lauriola & I.P. Levin, 'Personality traits and risky decision-making in a controlled experimental task: and exploratory study', *Personality and Individual Differences*, 2001, 31, p. 215-226.

Leeuw 2008

F.L. Leeuw, *Gedragmechanismen achter overheidsinterventies en rechtsregels* (oratie Maastricht), Maastricht: Océ Business Services 2008.

Leeuw 2003

F.L. Leeuw, 'Reconstructing program theories: Methods available and problems to be solved', *American Journal of Evaluation* 2003, 24(1), p. 5-20.

Leinert 2012

J. Leinert, *Transparenz von Riester-Produkten – Theoretische Fundierung und Befunde einer Anbieterbefragung*, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, 81^e jaargang, 2.1012, Berlin: DIW 2012, p. 55-69.

Lomnicka 2002

E. Lomnicka, *The Financial Services and Markets Act: An Annotated Guide*, London: Sweet & Maxwell 2002.

Lusardi 2015

A. Lusardi, 'Financial literacy: Do people know the ABCs of finance?', *Public Understanding of Science* 2015, 24(3), p. 260-271.

Lusardi 2012

A. Lusardi, 'Numeracy, financial literacy, and financial decision-making', *NBER Working Paper Series*, 2012, Working Paper 17821.

Lusardi 2008

A. Lusardi, 'Financial literacy: an essential tool for informed consumer choice?', *NBER Working Paper Series* 14084, juni 2008.

Lusardi & Mitchell 2014

A. Lusardi & O.S. Mitchell, 'The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence', *Journal of Economic Literature* 2014, 52(1), p. 5-44.

Lusardi & Mitchell juni 2011

A. Lusardi & O.S. Mitchell, 'Financial Literacy around the World: An Overview', *NBER Working Paper Series*, juni 2011, nr. 17107.

Lusardi & Mitchell februari 2011

A. Lusardi & O.S. Mitchell, 'Financial Literacy and Retirement Planning in the United States', *Netspar Discussion Papers* februari 2011, nr. 02/2011-022.

Lusardi & Mitchell 2007

A. Lusardi & O.S. Mitchell, 'Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education. The problems are serious, and remedies are not simple', *Business Economics* januari 2007, p. 35-44.

MacNeil

I.G. MacNeil, *An Introduction To The Law on Financial Investment*, Oxford en Portland: Oregon 2012.

Mak & Braspenning 2012

V. Mak & J. Braspenning, 'Errare humanum est: Financial Literacy in European Consumer Credit Law', *Journal of Consumer Policy* 2012 (35), p. 307-332.

Malhotra 1984

N.K. Malhotra, 'Reflections on the information overload paradigm in consumer decision making', *Journal of Consumer Research* 1984, 10(4), p. 436-440.

Mandell 2008

L. Mandell, 'Financial Education in High School', in: A. Lusardi (ed.), *Overcoming the Savings Slump. How to Increase the Effectiveness of Financial Education and Saving Programs*, Chicago: The University of Chicago Press 2008, p. 257-279.

Mandell 2001

L. Mandell, *Improving Financial Literacy: What Schools and Parents Can and Cannot Do*, Washington, DC: Jump\$tart Coalition 2001.

March & Shapira 1987

J.G. March & Z. Shapira, 'Managerial perspectives on risk and risk taking', *Management Science* 1987, 33(11), p. 1404-1418.

McAdams 1992

D.P. McAdams, 'The five-factor model in personality: A critical appraisal', *Journal of Personality*, 1992, 60(2), p. 329-361.

McKinsey Global Institute 2013

McKinsey Global Institute, *Open data: Unlocking innovation and performance with liquid information*, oktober 2013.

Moloney 2012

N. Moloney, 'The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumer or Investors?', *European Business Organization Law Review* 2012, 13, p. 169-193.

Moloney 2010

N. Moloney, *How to protect Investors. Lessons from the EC and the UK*, Cambridge: Cambridge University Press 2010.

Muraven & Baumeister 2000

M. Muraven & R.F. Baumeister, 'Self-Regulation and Depletion of Limited Resources: Does Self-Control Resemble a Muscle?', *Psychological Bulletin* 2000, 126(2), p. 247-259.

Nelen 2000

J.M. Nelen, *Gelet op de Wet. De evaluatie van strafwetgeving onder de loep* (diss. VU Amsterdam), Vrije Universiteit Amsterdam 2000.

Von Neumann & Morgenstern 1944/2007

J. von Neumann & O. Morgenstern, *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton & Oxford: Princeton University Press 1944/2007.

Nicholson, Soane, Fenton-O'Creevy & Willman 2005

N. Nicholson, E. Soane, M. Fenton-O'Creevy & P. Willman, 'Personality and domain-specific risk taking', *Journal of Risk Research* 2005, 8(2), p. 157-176.

Norman 1963

W.T. Norman, 'Toward an adequate taxonomy of personality attributes: Replicated factor structure in peer nomination personality ratings', *Journal of Abnormal and Social Psychology* 1963, 66(6), p. 574-583.

Omarova 2010

S.T. Omarova, 'Rethinking the Future of Self-Regulation in the Financial Industry', (Cornell Law Faculty Publications Paper 1022), 2010, raadpleegbaar via de Cornell University Law Library: <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2489&context=facpub>

Oehler 2015

A. Oehler, 'Klar, einfach, verständlich und vergleichbar: Chancen für eine standardisierte Produktinformation für alle Finanzdienstleistungen. Eine empirische Analyse', *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2015, 24(2), p. 119-133.

Paetz 17 september 2009

E. Paetz (namens de BaFin), 'Qualitätsoffensive Verbraucherfinanzen', tijdens de E-Finance Lab Herbsttagung, Frankfurt/M. op 17 september 2009, slide 12: http://www.efinancelab.de/fileadmin/documents/conferences/herbsttagung2009/04_Paetz_Vortrag_17_09_09_FFM_Qualitaetsoffenive.pdf (laatstelijk geraadpleegd 8 februari 2018).

Pahnke & Honekamp 2010

L. Pahnke & I. Honekamp, *Different Effects of Financial Literacy and Financial Education in Germany*, MPRA Paper 22900, 2010.

Park 2010

J. Park e.a., 'Confirmation Bias, Overconfidence, and Investment Performance: Evidence from Stock Message Boards', *McCombs Research Paper Series*, 2010, nr. IROM-07-10.

Petty 1994

R.E. Petty e.a., 'To Think or Not to Think: Exploring Two Routes to Persuasion', in: S. Shavitt & T.C. Brock, *Persuasion. Psychological Insights and Perspectives*, Needham Heights, MA: Allyn & Bacon 1994 (p. 113-147).

Pintens 1998

W. Pintens, *Inleiding tot de rechtsvergelijking*, Leuven: Universitaire Pers Leuven 1998.

Pompian 2012

M.M. Pompian, *Behavioral Finance and Wealth Management. How to Build Investment Strategies That Account for Investor Bias*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons 2012.

Prentice 2002

R. Prentice, 'Whither Securities Regulation? Some behavioral observations regarding proposals for its future', *Duke Law Journal*, maart 2002, 51(5), p. 1397-1511.

Van Raaij 2016

W.F. van Raaij, *Understanding Consumer Financial Behavior. Money Management in an Age of Financial Illiteracy*, New York: Palgrave Macmillan 2016.

Raaijmakers 2006

G.T.M.J. Raaijmakers, *De effectiviteit van regels in het ondernemings- en effectenrecht* (oratie Universiteit Maastricht), Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2006.

Ranchordás 2014

S. Ranchordás, *Constitutional Sunsets and Experimental Legislation. A Comparative Perspective*, Cheltenham (UK) / Northampton (USA): Edward Elgar 2014.

Rawlings e.a. 2014

P. Rawlings, A. Georgosouli & C. Russo, 'Regulation of financial services: Aims and methods', Queen Mary University of London, Centre for Commercial Law Studies, raadpleegbaar via: <http://www.ccls.qmul.ac.uk/docs/research/138683.pdf>.

Redaktion FD-VersR, FD-VersR 2009, 274533

Redaktion FD-VersR, 'Aktuelle Nachrichten. Bund der Versicherten zieht vorsichtig positive Bilanz der VVG-Reform', *FD-VersR* 2009, 274533.

Redaktion FD-VersR, FD-VersR 2007, 239941

Redaktion FD-VersR, 'Aktuelle Nachrichten. Maklerverband fordert Überarbeitung des Entwurfs der VVG-InfoV', *FD-VersR* 2007, 239941.

Remund 2010

D.L. Remund, 'Financial Literacy Explicated: The Case for a Clearer Definition in an Increasingly Complex Economy', *The Journal of Consumer Affairs*, 2010, 44(2), p. 276-295.

Van Rooij, Lusardi & Alessie 2007

M. van Rooij, A. Lusardi & R. Alessie, 'Financial Literacy and Stock Market Participation', *DNB Working Paper*, nr. 146, september 2007.

Savage 1954

L.J. Savage, *The foundations of statistics*, New York: Wiley 1954.

Schaeken Willemaers 2011

G. Schaeken Willemaers, *The EU Issuer-Disclosure Regime. Objectives and Proposals for Reform*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2011.

Schlee & Maywald 2012

A. Schlee & I.M. Maywald, 'PIB: Ein neues Risiko im Rahmen der Prospekthaftung?', *BKR* 2012, p. 320 e.v.

Van Schoonhoven 1999

R. van Schoonhoven, *Behouden beleid: Naar decentrale arbeidsvoorwaarden in het voortgezet onderwijs* (diss. Amsterdam, UvA), Den Haag: Elsevier 1999, p. 133-136.

Schwarcz 2009

S.L. Schwarcz, 'Regulating Complexity in Financial Markets', *Washington University Law Review* 2009, 87(2), p. 211-268.

Schwartz april 2004

B. Schwartz, 'The Tyranny of Choice', *Scientific American* april 2004, 290, p. 70-75.

Schwartz 2004

B. Schwartz, *The Paradox of Choice. Why More is Less*, New York: HarperCollins Publishers 2004.

Seasholes & Zhu 2010

M.S. Seasholes & N. Zhu, 'Individual Investors and Local Bias', *The Journal of Finance* 2010, 65, p. 1987-2010.

Seuntjens, Zeelenberg, Van de Ven & Breugelmans 2015

T.G. Seuntjens, M. Zeelenberg, N. van de Ven & S.M. Breugelmans, 'Dispositional Greed', *Journal of Personality and Social Psychology* 2015, 108(6), p. 917-933.

Simon 1957

H.A. Simon, *Models of Man, Social and Rational: Mathematical Essays on Rational Human Behavior in a Social Setting*, New York: John Wiley and Sons 1957.

Simon 1956

H.A. Simon, 'Rational choice and the structure of the environment', *Psychological Review* 1956, 63(2), p. 129-138.

Smits 2009

J.M. Smits, *Omstreden rechtswetenschap. Over aard, methode en organisatie van de juridische discipline*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2009.

Stocker 2012

F. Stocker, 'So gibt es mehr Zinsen ohne deutlich höheres Risiko', *Welt* 27 februari 2012.

Thaler & Sunstein 2008

R.H. Thaler & C.R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness*, Londen: Penguin Books 2008.

Theißen 2014

M. Theißen, in: T. Kuthe & A.M. Szesny, *Kapitalmarkt Compliance*, Heidelberg, München, Landsberg, Frechen & Hamburg: C.F. Müller, eine Marke der Verlagsgruppe Hüthig Jehle Rehm GmbH 2014.

Van Thiel 2013

S. van Thiel, *Bestuurskundig onderzoek. Een methodologische inleiding*, Bussum: uitgeverij Coutinho 2013.

Tigelaar 2017

L.B.A. Tigelaar, *Sanctionering van informatieplichten uit de Richtlijn consumentenrechten* (diss. Groningen), Zutphen: Uitgeverij Paris 2017.

Tijssen 2009

H.E.B. Tijssen, *De juridische dissertatie onder de loep: De verantwoording van methodologische keuzes in juridische dissertaties*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2009.

Tversky & Kahneman 1992

A. Tversky & D. Kahneman, 'Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty', *Journal of Risk and Uncertainty* 1992, 5, p. 297-323.

Tversky & Kahneman 1983

A. Tversky & D. Kahneman, 'Extensional Versus Intuitive Reasoning: The Conjunction Fallacy in Probability Judgment', *Psychological Review* 1983, 90, p. 293-315.

Tversky & Kahneman 1981

A. Tversky & D. Kahneman, 'The Framing of Decisions and the Psychology of Choice', *Science* 1981, 211, p. 453-458.

Tversky & Kahneman 1974

A. Tversky & D. Kahneman, 'Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases', *Science* 1974, 185(4157), p. 1124-1131.

Uittenbogaard & Toussaint 2017

R.A. Uittenbogaard & Toussaint, 'financiële standaardproducten in aanvulling op het bestaande aanbod: een goed idee?', *Tijdschrift voor Consumentenrecht en handelspraktijken* 2017, 6, p. 285-291.

Veerman 2004

G.J. Veerman, *De wet als zinsbegoochelingstoestel. Over de kwaliteit van wetgeving*, Universiteit Maastricht 2004 (oratie).

Venti 2011

S.F. Venti, 'Comment on "How Does Simplified Disclosure Affect Individuals' Mutual Fund Choices?"', in: D.A. Wise (red.), *Explorations in the economics of aging*, Londen: University of Chicago Press 2011, p. 96-98.

Vickers Proceedings of the British Academy 2004, p. 287-310

J. Vickers, 'Economics for Consumer Policy' (Keynes Lecture in Economics, 2003 lectures), *Proceedings of the British Academy* 2004, 125, p. 287-310.

Walther 2015

T. Walther, 'Key investor documents and their consequences on investor behavior', *Journal of Business Economics* 2015, 85(2), p. 129-156.

Watson & Beenen 2016

J. Watson & T.W. Beenen, 'De PRIIPs-Verordening: essentiële informatie over verpakte beleggingsproducten', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016, p. 383-388.

Weller 2011

E.J. Weller, 'Eigen verantwoordelijkheid vs. paternalisme', *TvCo* 2011, nr. 1/2, p. 60-61.

Westerman 2010

P.C. Westerman, 'Who is regulating the self? Self-regulation as outsourced rule-making', *Legisprudence* 2010, 4(3), p. 225-241.

Willis 2011

L.E. Willis, 'The financial education fallacy', *American Economic Review*, 2011 (101), p. 429-434.

Willis 2008

L.E. Willis, 'Against Financial Literacy Education', *Iowa Law Review* 2008, 94, p. 197-285.

Winter 2002

H.B. Winter, *Preadvies. Evaluatie van wetgeving. Structureren en institutionalisering van wetsevaluatie in Nederland*, Deventer: Kluwer 2002.

Winter 1996

H.B. Winter, *Evaluatie in het wetgevingsforum: een onderzoek naar de relatie tussen evaluatie en kwaliteit van wetgeving* (diss. Groningen), s.n., 1996.

Winter, Scheltema & Herweijer 1990

H.B. Winter, M. Scheltema & M. Herweijer, *Evaluatie van wetgeving*, Deventer: Kluwer 1990.

Wittebrood & Van Beem 2004

K. Wittebrood & M. van Beem, *Sociale veiligheid vergroten door gelegenheidsbeperking: wat werkt en wat niet?*, Den Haag: augustus 2004.

Wong & Carducci 1991

A. Wong & B.J. Carducci, 'Sensation seeking and financial risk taking in everyday money matters', *Journal of Business and Psychology*, 1991, 5(4), p. 525-530.

Yoong 2011

J. Yoong, 'Financial Illiteracy and Stock Market Participation: Evidence from the RAND American Life Panel', in: O.S. Mitchell & A. Lusardi, *Financial Literacy: Implications for Retirement Security and the Financial Marketplace*, Oxford: Oxford University Press 2011.

Van der Zee 2004

F. van der Zee, *Kennisverwerving in de Empirische Wetenschappen. De methodologie van wetenschappelijk onderzoek*, Groningen: Bureau voor Markt-Onderzoek en Organisatie-Ontwikkeling 2004.

Zweigert & Kötz 1998

K. Zweigert & H. Kötz, *An introduction to Comparative Law*, Oxford: Clarendon Press 1998.

BELEIDSSTUKKEN, RAPPORTEN EN EVALUATIEONDERZOEKEN**ACM 2015**

ACM (Monitor financiële Sector), *financiële standaardproducten. Studie naar de effecten van standaardproducten op de marktwerking in de financiële sector*, februari 2015.

AFM 2015

AFM, *Consumentenmonitor voorjaar 2015. Beleggers*, juni 2015.

AFM januari 2015

AFM, *Standaardproducten en financieel beslisgedrag van consumenten. Een gedragswetenschappelijke analyse*, Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten, januari 2015.

AFM 2013

AFM, *Handboek. Werken aan duidelijke klantinformatie 2014: Beleidsregel Informatieverstrekking*, Stcrt. 2013, 26584.

AFM 2004

AFM, *Kennismaking met de financiële consument. Een segmentatie op basis van financiële beslisstrategieën*, (uitgevoerd door TNS NIPO), december 2004 (raadpleegbaar op de website van de AFM).

Australian Securities and Investments Commission (ASIC) 2008

Australian Securities and Investments Commission (ASIC), *Australian Investors: At A Glance*, (uitgevoerd door Roy Morgan Research), april 2008, report 121.

BaFin 2013

BaFin, Rundschreiben 4/2013 (WA), 'Auslegung gesetzlicher Anforderungen an die Erstellung von Informationsblättern gemäß §31 Abs. 3a WpHG / §5a WpDVerOV, Geschäftszeichen WA 36 – WP 2002 – 2012/0003', Bonn/Frankfurt a. M., 26 september 2013.

BaFin 7 juni 2010

BaFin, Rundschreiben 4/2010 (WA), 'Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (MaComp), WA 31-WP 2002-2009/0010, Bonn/Frankfurt a.M.: 7 juni 2010.

Better Regulation Executive & National Consumer Council 2007

Better Regulation Executive & National Consumer Council, *Warning: Too Much Information Can Harm (And Fail to Help Consumers Make Choices...)*, november 2007.

BMELV 2009

BMELV, *Qualitätsoffensive Verbraucherfinanzen. Thesenpapier zur Qualität der Finanzberatung und Qualifikation der Finanzvermittler*, Berlin: BMELV 1 juli 2009.

BT-Drs. 16/3945 (2006)

Entwurf eines Gesetzes zur Reform des Versicherungsvertragsrechts, 20 december 2006, BT-Drs. 16/3945.

BT-Drs. 17/677 (2010)

Antwoord der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Matthias W. Birkwald, Caren Lay, Klaus Ernst, weitere Abgeordnete und der Fraktion DER LINKE – Drucksache 17/501 - Die Alterssicherungsstrategie der Bundesregierung nach der Bestandsaufnahme der Riester-Renten van 9 februari 2010 (BT-Drs. 17/677).

BT-Drs. 17/1782 (2010)

Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zu dem Antrag der Abgeordneten Caren Lay, Dr. Axel Troost, Karin Binder, weiterer Abgeordneter und der Fraktion DIE LINKE – Drucksache 17/887 – Finanziellen Verbraucherschutz stärken – Finanzmärkte verbrauchergerecht regulieren van 19 mei 2010, BT-Drs. 17/1782.

BT-Drs. 17/2287 (2010)

Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Dr. Gerhard Schick, Dr. Thomas Gambke, Britta Haßelmann, weiterer Abgeordneter und der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN – Drucksache 17/1889 - van 24 juni 2010, BT-Drs. 17/2287.

BT-Drs. 17/2715 (2010)

Schriftliche Fragen mit den in der Woche vom 2. August 2010 eingegangenen Antworten der Bundesregierung van 6 augustus 2010, BT-Drs. 17/2715.

BT-Drs. 17/2756 (2010)

Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Nicole Maisch, Dr. Gerhard Schick, Cornelia Behm, weitere Abgeordneter und der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN. Verbraucherinformationsblatt bei Finanzdienstleistungen van 16 augustus 2010 (BT-Drs. 17/2756).

BT-Drs. 17/3628 (2010)

Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) van 8 november 2010 (BT-Drs. 17/3628), p. 1.

BT-Drs. 17/3803 (2010)

Unterrichtung durch die Bundesregierung. Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) – Drucksache 17/3628-. Gegenäußerung der Bundesregierung zur Stellungnahme des Bundesrates van 17 november 2010 (BT-Drs. 17/3803).

BT-Drs. 17/4510 (2011)

Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-IV-Umsetzungsgesetz – OGAW-IV-UmsG), 24 januari 2011, BT-Drs. 17/4510.

BT-Drs. 17/5403 (2011)

Beschlussempfehlung des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung – Durcksachen 17/4510, 17/4811 - Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-IV-Umsetzungsgesetz – OGAW-IV-UmsG) van 6 april 2011, BT-Drs. 17/5403.

BT-Drs. 17/6051 (2011)

Gesetzentwurf der Bundesregierung. Entwurf eines Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts, BT-Drs. 17/6051 van 6 juni 2011.

BT-Drs. 17/7453 (2011)

Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung – Drucksache 17/6051. Entwurf eines Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler und Vermögensanlagenrechts van 25 oktober 2011, BT. Drs. 17/7453.

BT-Drs. 17/7475 (2011)

Entschließungsantrag der Fraktion der SPD zu der dritten Beratung des Gesetzentwurfs der Bundesregierung – Drucksachen 17/6051, 17/7453 – Entwurf eines Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts van 26 oktober 2011, BT-Drs. 17/7475.

BT-Drs. 17/7477 (2011)

Entschließungsantrag der Abgeordneten Dr. Gerhard Schick, Nicole Maisch, Fritz Kuhn, Dr. Thomas Gambke, Britta Haßelmann, Lisa Paus, Kerstin Andreae, Harald Ebner, Priska Hinz (Herborn), Dr. Anton Hofreiter, Sven-Christian Kindler, Dr. Tobias Lindner, Dr. Hermann E. Ott, Elisabeth Scharfenberg und der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN zu der dritten Beratung des Gesetzentwurfs der Bundesregierung – Drucksachen 17/6051, 17/7453 – Entwurf eines Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts van 26 oktober 2011, BT-Drs. 17/7477.

BT-Drs. 17/7993 (2011)

Beschlussempfehlung und Bericht des Ausschusses für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz (10. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung – Drucksache 17/7374 – Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Rechts der Verbraucherinformation van 30 november 2011, BT-Drs. 17/7993.

BT-Drs. 17/10818 (2012)

Begründung bij Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und FDP. Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der steuerlichen Förderung der privaten Altersvorsorge (Altersvorsorge-Verbesserungsgesetz-AltvVerbG) van 16 oktober 2012 (BT-Drs. 17/10818).

BT-Drs. 17/14666 (2013)

Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Dr. Gerhard Schick, Dr. Thomas Gambke, Britta Haßelmann, weiter Abgeordneter und der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN – Drucksache 17/14559- van 30 augustus 2013, BT-Drs. 17/14666.

BT-Drs. 18/4708 (2015)

Beschlusssempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung – Drucksache 18/3994 – Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, 22 april 2015, BT-Drs. 18/4708.

BT-Drs. 180/16 (2016)

Bundesrat, Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarkt-novellierungsgesetz – 1. FiMaNoG), Gesetzesbeschluss des Deutschen Bundestages, 22 april 2016, BT-Drs. 180/16.

BT-Drs. 209/11 (2011)

Stellungnahme des Bundesrates. Entwurf eines Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagen- vermittler- und Vermögensanlagenrechts, van 27 mei 2011, Bundesrat Drucksache 209/11.

BT-Drs. 791/12 (2012)

Gesetzentwurf der Bundesregierung. Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG) van 21 december 2012, Bundesrat, Drucksache 791/12.

Bund der Versicherten 2017

Bund der Versicherten, *Entwurf des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz vom 27. Oktober 2017: "Erste Verordnung zur Änderung der VVG-Informationspflichtenverordnung". Stellungnahme des Bund der Versicherten e.v. (Bdv)*, 12 december 2017.

CentERdata 2016

CentERdata, *Effecten van standaardproducten op keuzegedrag van consumenten*, (uitgevoerd door: M. Elsen, M. Elshout & R. van der Giessen), Tilburg 2016.

CESR 2010 (CESR/10-1397)

CESR, *Guidelines for the transition from the Simplified Prospectus to the Key Investor Information document. Feedback Statement*, 20 december 2010 (CESR/10-1397).

CESR 2010 (CESR/10-1321)

CESR, *CESR's template for the Key Investor Information document. Guidelines*, 20 december 2010 (CESR/10-1321).

CESR 2010 (CESR/10-1320)

CESR, *CESR's guide to clear language and layout for the Key Investor Information document*, 20 december 2010 (CESR/10-1320).

CESR 2010 (CESR/10-674)

CESR, *CESR's guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information Document*, 1 juli 2010 (CESR/10-674).

CESR 2010 (CESR/10-673)

CESR, *CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document*, 1 juli 2010 (CESR/10-673).

CESR 2010 (CESR/10-530)

CESR, *CESR's level 3 guidelines on the selection and presentation of performance scenarios in the Key Investor Information document (KII) for structured UCITS. Consultation Paper*, 20 juli 2010 (CESR/10-530).

CESR 2007 (CESR/07-669)

CESR, *CESR Consultation Paper on content and form of Key Investor Information disclosures for UCITS*, oktober 2007 (CESR/07-669).

CESR 2005 (CESR/05-302b)

CESR, *Implementation of the European Commission's Recommendations on UCITS. Report on the review conducted by CESR*, juli 2005 (CESR/05-302b).

Chater, Huck & Inderst 2010

N. Chater, S. Huck & R. Inderst, *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective. Final Report*, november 2010.

Commission of the European Communities 15 november 2006

Commission of the European Communities, *Commission Staff Working Document accompanying the White Paper. White Paper on enhancing the Single Market Framework for Investment Funds. Impact Assessment COM(2006) 686 final*, Brussel: 15 november 2006 (SEC(2006) 1451).

Commission of the European Communities 1988 ('Vandamme rapport')

Commission of the European Communities, *Towards a European market for the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities. Commentary on the provisions of Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985*, Luxemburg: Office for Official Publications of the European Communities 1988 ('Vandamme rapport').

Commissie van de Europese Gemeenschappen 15 november 2006

Commissie van de Europese Gemeenschappen, *Witboek over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen*, Brussel: 15 november 2006 (COM(2006) 686 definitief).

Commissie van de Europese Gemeenschappen 12 juli 2005

Commissie van de Europese Gemeenschappen, *Groenboek over de verbetering van het EU-kader voor beleggingsfondsen*, Brussel: 12 juli 2005 (COM(2005)314 definitief).

Deutscher Industrie- und Handelskammertag 2011

Deutscher Industrie- und Handelskammertag, *Stellungnahme Antrag der Fraktion Bündnis 90/Die Grünen "Finanzmärkte ökologisch, ethisch und sozial neu ausrichten"*, BT-Drs. 17/795, Berlijn: 1 juli 2011.

European Commission 3 juli 2012

European Commission, *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament of the Council on key information documents for investment products*, 3 juli 2012 (COM(2012) 187 final).

European Insurance and Occupational Pensions Authority 2013

European Insurance and Occupational Pensions Authority, *Good practices on information provision for DC schemes. Enabling occupational DC scheme members to plan for retirement*, Frankfurt: 24 januari 2013.

Europees Parlement 27 maart 2006 (Klinz-Verslag)

Europees Parlement, *Verslag over vermogensbeheer*, rapporteur: Wolf Klinz, 27 maart 2006 (2006/2037(INI)).

Europese Commissie 11 juli 2006

Europese Commissie, *Workshop on simplified prospectus. 2nd Meeting*, Annotated Agenda, 11 juli 2006.

Europese Commissie 30 juni 2006

Europese Commissie, *Simplified Prospectus Workshop. Summary of the first Meeting of 15th May 2006*, 30 juni 2006.

Europese Commissie 30 juni 2006 (Issues Paper)

Europese Commissie, *Document of the Services of the Commission. Simplified Prospectus Workshop 11th July 2006. Issues Paper. Ways to move forward - various options*, 30 juni 2006.

Europese Commissie 15 mei 2006

Europese Commissie, *Simplified Prospectus Workshop. Summary of the first Meeting of 15th May 2006*, 15 mei 2006.

Europese Commissie 3 mei 2006

Europese Commissie, *Document of the Services of the Commission. Simplified Prospectus Workshops. 15th May 2006. 11th July 2006 (Issues Paper)*, 3 mei 2006.

FCA Policy Statement 17/6, 2 mei 2017

FCA, *FCA's disclosure rules following application of PRIIPs Regulation. Feedback to CP16/18 and final rules*, Policy Statement 17/6, 2 mei 2017.

FCA juni 2011

Financial Conduct Authority, *Approach to regulation*, juni 2011.

FSA juni 2011

FSA, *UCITS IV Directive Instrument 2011. Near-Final Draft of FSA Handbook Rules and Guidance*, FSA/2011, juni 2011.

FSA Discussion Paper 11/1, januari 2011

FSA, *Product Intervention*, Discussion Paper 11/1, januari 2011.

FSA 2009

Financial Services Authority, *Supplementary Annex to Good and poor practices in Key Features Documents*, Londen: Financial Services Authority 2009.

FSA december 2008

FSA, *Conduct of Business Sourcebook (COBS) post implementation review: 2008 statement on interim findings*, December 2008.

FSA juli 2008

FSA, *Financial Capability: A Behavioral Economics Perspective*, (uitgevoerd door David de Meza, Bernd Irlenbusch en Diane Reyniers van de London School of Economics), Consumer Research 69, juli 2008.

FSA Policy Statement 07/11 juli 2007

FSA, *Responsibilities of providers and distributors for the fair treatment of customers. Feedback on DP06/4*, Policy Statement 07/11, juli 2007.

FSA Policy Statement 07/6 mei 2007

FSA, *Reforming Conduct of Business Regulation. Feedback on CP06/19 – Reforming Conduct of Business Regulation (October 2006) and CP06/20 – Financial Promotion and Other communications (October 2006)*, Policy Statement 07/6, mei 2007.

FSA april 2007

FSA, *Principles-based regulation. Focusing on the outcomes that matter*, april 2007.

FSA 2007

Financial Services Authority, *Good and poor practices in Key Features Documents*, Londen: Financial Services Authority 2007.

FSA Consumer Research 55, november 2006

FSA, *Investment disclosure research*, Consumer Research 55, (uitgevoerd door IFF Research Ltd) november 2006.

FSA Feedback Statement 06/5, november 2006

FSA, *Point of sale investment product disclosure: feedback on CP170 and CP05/12*, Feedback Statement 06/5, november 2006.

FSA Consultation Paper 06/19, oktober 2006

FSA, *Reforming Conduct of Business Regulation (including proposals for implementing relevant provisions of the Markets in Financial Instruments Directive, and related changes to SYSC, DISP, TC, SUP and other Handbook modules)*, Consultation Paper 06/19, oktober 2006.

FSA, juli 2006

FSA, *Treating customers fairly – towards fair outcomes for consumers*, juli 2006.

FSA maart 2006

FSA, *Levels of Financial Capability in the UK: Results of a baseline survey*, (uitgevoerd door Personal Finance Research Centre University of Bristol door A. Atkinson, S. McKay, E. Kempson & S. Collard), Consumer Research 47, maart 2006.

FSA Consultation Paper 05/12, juli 2005

FSA, *Investment product disclosure: proposals for a Quick Guide at the point of sale*, Consultation Paper 05/12, juli 2005.

FSA Consumer Research 41, juli 2005

FSA, *KeyFacts Quick Guide: Research Findings*, Consumer Research 41 (uitgevoerd door DVL Smith), juli 2005.

FSA Discussion Paper 05/3, juni 2005

FSA, *Wider-range Retail Investment Products. Consumer protection in a rapidly changing world*, Discussion Paper 05/3, juni 2005.

FSA 2004

FSA, *Consumer Understanding of Financial Risk*, (uitgevoerd door Conquest Research Ltd), Consumer Research nr. 33, 2004.

FSA 17 juli 2003

FSA, *Annual Public Meeting*, 17 juli 2003.

FSA Consumer Research 18, maart 2003

FSA 2003, *The development of more effective product disclosure. Report on market research commissioned by the Financial Services Authority*, Londen: Financial Services Authority 2003.

FSA Consultation Paper 170, februari 2003

FSA, *Informing consumers: product disclosure at the point of sale*, Consultation Paper 170, februari 2003.

FSA Consultation Paper 170 (Newsletter), februari 2003

FSA, *Informing consumers: product disclosure at the point of sale*, Consultation Paper 170, (Newsletter), februari 2003.

FSA 2003

FSA 2003, *The development of more effective product disclosure. Report on market research commissioned by the Financial Services Authority*, Londen: Financial Services Authority 2003.

FSA Policy Statement 45a, februari 2001

FSA, *Conduct of Business Sourcebook. Feedback on consultation and 'final text' and consultation on supplementary rules*, Policy Statement, februari 2001.

FSA Consumer Research 5, november 2000

FSA, *Informed decisions? How consumers use Key Features: a synthesis of research on the use of product information at the point of sale*, Londen: Financial Services Authority 2000.

FSA november 2000

FSA, *Informing Consumers: a review of product information at the point of sale*, discussion paper 4 november 2000.

FSA juni 2000

FSA, *Response to Consultation Paper 28: Comparative Information for Financial Services*, juni 2000.

FSA Consultation Paper 45a, februari 2000

FSA, *The Conduct of Business Sourcebook*, Consultation Paper, februari 2000.

FSA 2000

Financial Services Authority, *Informed decisions? How consumers use Key Features: a synthesis of research on the use of product information at the point of sale*, Londen: Financial Services Authority 2000.

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. december 2017

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V., *Stellungnahme des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft zum Referentenentwurf des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz vom 27. Oktober 2017 für eine Verordnung zur Änderung der VVG-Informationspflichtenverordnung*, 11 december 2017.

GfK Panel Services 2011

GfK Panel Services, *AFM Consumentenmonitor Najaar 2011 Attitudes, vertrouwen & imago*, 2011.

Habschick e.a. 2012

M. Habschick e.a., *Evaluation von Produktinformationsblättern für Geldanlageprodukte. Studie im Auftrag der Bundesanstalt für Landwirtschaft und Ernährung für das Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz*, Hamburg/Keulen: maart 2012.

HM Treasury 2011

HM Treasury, *A new approach to financial regulation. The blueprint for reform*, juni 2011.

IFF Research & YouGov 2009

IFF Research & You Gov, *UCITS Disclosure Testing Research Report*, 2009.

London Economics & Ipsos 2015

London Economics & Ipsos, *Consumer testing study of the possible new format and content for retail disclosures of packaged retail and insurance-based investment products. MARKT/2014/060/G for the implementation of the Framework Contract n° EAHC-2011-CP-01. Final Report*, (uitgevoerd in opdracht van de Europese Commissie), 2015.

NIPO 8 juni 2001 (Management summary)

NIPO, *Management summary: Financiële Bijsluiter voldoet aan behoefte*, Amsterdam: NIPO 8 juni 2001.

Millward Brown/Centrum 2004

Millward Brown/Centrum, *Evaluatie van de Financiële Bijsluiter. Resultaten van onderzoek onder consumenten, intermediairs en aanbieders*, Amsterdam: Autoriteit financiële Markten 2004.

NIPO 8 juni 2001

NIPO, *Financiële Bijsluiter voldoet aan behoefte*, Amsterdam: NIPO 8 juni 2001.

NIPO 9 mei 2001

NIPO, *Financiële Bijsluiter kan beter. Kwalitatief onderzoek onder consumenten*, Amsterdam: NIPO 9 mei 2001.

OECD 2005

OECD, *Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*, Parijs: Organization for Economic Cooperation and Development 2005.

OPTEM 2008

OPTEM, *Pre-contractual information for financial services. Qualitative study in the 27 member states. Summary report*, European Commission, Directorate-General Health and Consumer Protection: januari 2008.

Personal Investment Authority december 1997

Personal Investment Authority, *Review of Key Features for Unit Trusts, Investment Trust Savings Schemes and Personal Equity Plans*, Regulatory Update, december 1997.

Personal Investment Authority 1997

Personal Investment Authority, 'Non-Life Disclosure: The Structure of Key Features Document' in: *Consultative Paper 23*, 1997.

Personal Investment Authority 1994

Personal Investment Authority, *Regulatory Update November 1994. New Product and Commission Disclosure Rules 1994*.

Personal Investment Authority, Consultative Paper nr. 2, 1994

Personal Investment Authority, *Product and Commission Disclosure Authorised Unit Trust-Recognised Collective Investment Schemes, UK Open-Ended Investment Companies, Investment Trust Savings Schemes and Type a Personal Equity Plans*, Consultative Paper nr. 2, 1994.

RFT 5 juli 2001

RFT (Raad van Financiële Toezichthouders), *Op weg naar de Financiële Bijsluiter. Advies van de Raad van Financiële Toezichthouders met betrekking tot de Financiële Bijsluiter*, 5 juli 2001.

Synovate 2011

Synovate, *Consumer Market Study on Advice within the Area of Retail Investment Services. Final Report*, 2011.

Tiffe e.a. 2012

A. Tiffe e.a., *Ausgestaltung eines Produktinformationsblatts für zertifizierte Altersvorsorge- und Basisrentenverträge*, 12 januari 2012.

TNS NIPO 2009

TNS NIPO, *De effectiviteit van de Financiële Bijsluiter. Resultaten van onderzoek onder consumenten*, (uitgevoerd door: R. van Steen, J. Visser & A. Eecen), Amsterdam: TNS NIPO 2009.

Verbond van Verzekeraars november 2000

Brief Verbond van Verzekeraars betreffende 'Reactie op voorstel kernpuntendocument' d.d. 8 november 2000.

Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. 2010

Verbraucherzentrale Bundesverband e.V., *Untersuchung von Produktinformationsblättern. Analyse und Ergebnis*, Berlin: 14 juni 2010.

Werkgroep o.l.v. de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen & Bundesministerium der Finanzen 2013

Werkgroep o.l.v. de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen & Bundesministerium der Finanzen, *Leitfaden zum Glossar: Verbesserungen der sprachlichen Verständlichkeit von PIBs. Glossar zur Verbesserung der sprachlichen Verständlichkeit von Produktinformationsblättern nach Wertpapierhandelsgesetz*, augustus 2013 (raadpleegbaar via de website van de Deutsche Kreditwirtschaft).

Westerheide e.a. 2010

P. Westerheide e.a., *Transparenz von privaten Riester- und Basisrentenprodukten*, opdrachtgever: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH in samenwerking met Institut für Finanzdienstleistungen e.V. (iff) en infas Institut für angewandte Sozialwissenschaft GmbH, Mannheim: 28 juli 2010.

WODC 2004

WODC, *Beleidstheorieën, Justitiële Verkenningen 2004/05*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2004.

RICHTLIJNEN EN VERORDENINGEN

- Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (*PbEU* 2017, L 168/12).
- Richtlijn (EU) 2016/97 van het Europees Parlement en de Raad van 20 januari 2016 betreffende verzekeringsdistributie (herschikking) (*PbEU* L 26/19).
- Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU, OJ L 173/84 of 12 June 2014.
- Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012, OJ L 173/84 of 12 June 2014.
- Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 (*PbEU* L 174/1).
- Verordening (EU) Nr. 583/2010 van de Commissie van 1 juli 2010 tot uitvoering van Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft essentiële beleggersinformatie en de voorwaarden waaraan moet worden voldaan als de essentiële beleggersinformatie of het prospectus op een andere duurzame drager dan papier of via een website wordt verstrekt (*PbEU* 2010, L 176/1).
- Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (*PbEU* 2009, L 302/32).
- Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (*PbEU* 2004, L 145/1).
- Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEU* L 345/64).
- Richtlijn 2001/107/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 januari 2002 tot wijziging van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) met het oog op de reglementering van beheermaatschappijen en vereenvoudigde prospectussen (*PbEG* 2002, L41/20).
- Richtlijn 2002/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 23 september 2002 betreffende de verkoop op afstand van financiële diensten aan consumenten en tot wijziging van de Richtlijnen 90/619/EEG, 97/7/EG en 98/27/EG van de Raad (*PbEU* L 271/16).
- Richtlijn 92/96/EEG van de Raad van 10 november 1992 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffend het directe levensverzekeringsbedrijf en tot wijziging van de Richtlijnen 79/267/EEG en 90/619/EEG (*PbEU* 1992, L 360/1).
- Richtlijn van de Raad van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve beleggingen in effecten (icbe's) (*PbEG* 1985, L 375/3).

TREFWOORDENREGISTER

Verwezen wordt naar de paragraafnummers

Aanbeveling bij het Vereenvoudigd Prospectus	2.2.3, 2.2.4, 2.3.1, 2.3.2, 2.4, 6.4.1, 6.4.3
Altersvorsorge-Verbesserungsgesetz	5.2.5, 5.3.4.1
Ambiguity aversion	8.5.2.2, 8.6.4.4
Anchoring and adjustment heuristic	8.5.2.5, 8.6.4.7
Autoriteit Financiële Markten (AFM)	4.2.1-4.2.3, 4.3.2.2, 4.3.2.3, 6.4.3, 8.1, 8.2.1
Availability heuristic	8.5.2.6, 8.6.4.8
Base rate	8.5.2.7, 8.6.4.9
Begrijpelijkheid	1.6.2, 6.3.1, 7.2.2.2, 9.2-9.5
Begrijpelijkheidswaarschuwing	2.3.1, 2.3.2.5, 6.5.2, 6.8, 8.6.4.1
Behavioral Finance	1.4.2, 1.7, 8.1
Belegger	1.6.4
Beleggersbescherming	1.2, 1.3, 2.2.1-2.2.5, 2.3.1, 2.3.2.1, 2.3.2.2, 2.3.2.6, 2.4, 3.2.4, 4.4, 5.2.1, 5.2.2, 5.2.4, 5.2.5, 5.3.1.1, 5.3.1.2.2, 5.3.3.1, 5.3.3.2.2, 5.3.4.1, 5.3.4.2.2, 5.4, 6.2.1-6.2.3, 6.3.3, 6.7, 6.8, 8.2.1, 8.6.1.3, 9.2.1, 9.2.3.3, 9.4, 9.5, 9.5.2, 9.5.3
Gemiddelde belegger	2.2.3, 3.2.4, 4.4, 5.2.1-5.2.5, 5.3.1.1, 5.3.1.2.2, 5.3.3.1, 5.3.3.2.2, 5.3.4.1, 5.3.4.2.2, 5.4, 6.2.1-6.2.3, 6.3.3, 6.7, 6.8, 8.2.1, 8.6.1.3, 9.2.1, 9.2.3.3, 9.4, 9.5, 9.5.2, 9.5.3
Irrationele belegger	6.5.2, 8.5.1, 8.5.2, 9.2.4.3, 9.5, 9.5.2.2
Motivatie	8.3, 8.5.2.5, 8.6.2, 9.5.2.3
Persoon	8.2
Persoonlijkheid	8.2.2
Rationele belegger	6.5.2, 8.5.1, 8.5.2, 9.2.4.3, 9.5, 9.5.2.2, 9.5.3
Segmentatie	8.2.1, 8.6.1.2
Sociodemografische variabelen	8.2.2, 8.4, 8.6.1.1
Veranderde beeld van de belegger	6.5.2, 9.2.4.3, 9.5.2.2

Beleidshomeopathie	9.5.3
Beleidstheorie	1.2
Beslissing	1.6.2
Beslisstijlen	8.2.1
Beslisstrategieën	8.5
Biases	8.5.2
Heuristieken	8.5.2
Besluit Financiële Bijsluiter	4.2.1
Besluit Financiële Dienstverlening	4.2.2
Besluit Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen (BGFO)	4.2.3
Big Five	8.2.2, 8.6.1.1
Bounded rationality	8.5.2
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	5.2.2
Checklist	3.2.2
Choice overload	8.5.2.1, 8.6.4.3
Comité van Europese effectenregelaars (CESR)	2.2.4
Concurrentie	2.2.4, 2.2.5, 3.2.4, 5.2.1, 5.2.5, 6.2.1, 6.2.2, 6.3.1, 6.3.2, 8.5.2.4
Conduct of Business (COB)	3.2.1, 3.3.1
Conduct of Business Sourcebook (COBS)	3.2.1, 3.2.3, 3.3.1
Confirmation bias	8.5.2.3, 8.6.4.5
Consument	Zie 'Belegger'
Defaults	9.5.3
Economische Psychologie	1.4.2, 8.1
Effectiviteit	
Definitie	1.6.2
Van informatiedocumenten in de praktijk	7.2
Van informatiedocumenten in het licht van andere disciplines	8.1-8.6
Essentiële Beleggersinformatie	4.2.3
Evaluatieonderzoek	
Aanbevelingen informatiedocumenten	7.2.4
Aanbevelingen methodologische kwaliteit	7.3.5
Betrouwbaarheid	7.3.1.2, 7.3.2, 7.3.3.2.3
Controleerbaarheid	7.3.1.2, 7.3.2, 7.3.3.2.3
Doel- of vraagstelling	7.3.1.2, 7.3.3.2.1, 9.3.2
Effectenevaluatie	7.3.1.1

Effectiviteitsonderzoek	7.3.1.1, 7.3.2, 7.3.3.1
Efficiëntieonderzoek	7.3.1.1, 7.3.2, 7.3.3.1
Empirisch onderzoek	7.3.1.1, 7.3.3.1
Evaluatie van doelbereiking	7.3.1.1, 7.3.2, 7.3.3.1
Ex ante evaluaties	7.3.1.1, 7.3.2, 7.3.3.1
Ex post evaluaties	7.3.1.1, 7.3.2, 7.3.3.1
Juridisch-technisch onderzoek	7.3.1.1, 7.3.2
Maryland Scientific Methods Scale (MSMS)	7.3.1.2, 7.3.3.2.2
Methodologie	7.3
Procesevaluatie	7.3.1.1, 7.3.2, 7.3.3.1
Resultaten	7.2
Steekproefomvang	7.3.2, 7.3.3.2.3
Triangulatie	7.3.1.2, 7.3.3.2.3
Validiteit	7.3.1.2, 7.3.3.2.1
Constructvaliditeit	7.3.1.2
Descriptieve validiteit	7.3.1.2, 7.3.2, 7.3.3.2.1, 7.3.4
Externe validiteit	7.3.1.2
Interne validiteit	7.3.1.2, 7.3.3.2.2
Methodologische validiteit	7.3.1.2, 7.3.3.2.1, 7.3.4
Statistische validiteit	7.3.1.2
Evidence-based wetgeving	9.5.2.3
Expected utility theory	8.5.1
Expected utility	8.5.1
Fast and frugal heuristics	8.5.2
Financial Conduct Authority (FCA)	
Financial literacy	Zie 'financiële geletterdheid'
Financial numeracy	Zie 'financiële genummerdheid'
Financial Services Authority (FSA)	1.6.3
Financiële Bijsluiter	4.1-4.4
Ontwikkeling	4.2.1-4.2.3
Regelgeving	4.3.2.3
Financiële crisis	3.2.4, 5.2.2, 8.2.2.2, 9.5.3
Financiële educatie	6.2.3, 8.4, 8.6.3, 9.4, 9.5.3
Financiële geletterdheid	1.6.3, 3.2.1
Financiële genummerdheid	7.2.2.3, 8.4, 8.6.3, 9.4
Framing effect	8.5.2.2, 8.6.4.4
Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapital- marktes	5.2.2
Glossar	5.2.2, 5.3.2.1

Gold-plating	2.2.4, 6.2.2
Good and Poor practices rapporten	3.2.3, 6.6
Guidelines	2.2.5
Harmonisering	1.2, 2.2.2, 2.3.2.6, 3.3.2.6, 4.3.2.6, 5.3.1.2.6, 5.3.2.2.6, 5.3.3.2.6, 5.3.4.2.6, 6.7, 9.2.6
Definitie	1.2
Heuristieken	Zie 'Beslisstrategieën'
Home bias	8.5.2.4
Homo Economicus	8.5.1
Illusion of control	8.5.2.3, 8.6.4.5
Illusion of knowledge	8.5.2.3, 8.6.4.5
Informatieasymmetrie	2.2.5
Informatiedocument	
Aanbevelingen	Zie 'Evaluatieonderzoek aanbevelingen informatiedocumenten'
Alternatieven	9.5.2, 9.5.3
Belemmeringen	7.2, 8.1-8.6, 9.5.2.3
Definitie	1.6.4
Toegevoegde waarde	9.5.1
Information overload	8.5.2.1, 8.6.4.2
Instellingen in collectieve beleggingen (icbe's)	1.6.1, 2.2.1-2.2.4
Interne markt	2.2.2, 2.2.3, 2.2.5, 6.2.1
Key Facts	3.2.2
Key Features Document	3.1-3.4
Ontwikkeling	3.2-3.3
Regelgeving	3.3.2.3
Key Features Illustration (KFI)	3.2.3, 3.2.4
Key Information Document (KID)	1.6.1, 2.2.5
Key Investor Information Document (KIID)	1.6.1, 2.2.4
Leidraden	2.2.4, 4.4
Local bias	8.5.2.4
Logica	8.5.1
Loss aversion	8.5.2.2
Maatmens	4.2.2
MiFID	1.5.1, 3.2.3, 3.2.4, 6.4.1
Nadere Regeling Financiële Bijsluiter (NRFB)	4.2.1

Nadere Regeling Financiële Dienstverlening (NRFD)	4.2.2, 4.2.3
Nadere Regeling Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen (NRGFO)	4.2.3
Need for cognition	8.2.2.5, 8.3
Nudging	9.5.3
Open normen	2.3.2.3, 3.3.2.3, 4.3.2.3, 5.3.1.2.3, 5.3.2.2.3, 5.3.3.2.3, 5.3.4.2.3, 6.4.1, 9.2.3.1
Outcomes	3.2.3
Overconfidence	8.5.2.3, 8.6.4.5
Own-company bias	8.5.2.4
Own-industry bias	8.5.2.4
Padafhankelijkheid	1.7, 2.4, 3.3.2.1, 4.3.2.1, 6.2.2, 9.2.1
Paradox of Choice	8.5.2.1
Paternalisme	6.8, 8.4, 9.2.2, 9.4, 9.5.2, 9.5.3
Perceptie	7.3.4, 7.4, 9.2.5, 9.3.2
Personal Investment Authority (PIA)	1.6.3
Precontractuele informatiedocumenten definitie	1.5.1
Primacy effect	8.5.2.2, 8.6.4.4
Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (PRIIPs)	1.6, 2.2.5
Policenmodell	5.2.1
PRIIPs-Verordening	1.6.1, 2.2.5
Principles-based	3.2.3, 3.2.4
Principles of Business	3.2.3
Probability theory	8.5.1
Produktinformationsblatt	5.1-5.4
Voor financiële instrumenten	5.3.2
Voor pensioenproducten	5.3.4
Voor risicovolle kapitaalinvesteringen	5.3.3
Voor verzekeringen	5.3.1
Prospect Theory	8.5.1
Prospectus	2.2.1
Proximity bias	8.5.2.4
Quick Guide	3.2.2, 3.2.3
Raad van Financiële Toezichthouders (RFT)	4.2.1
Recency bias	8.5.2.6, 8.6.4.8
Recognition heuristic	8.5.2.4, 8.6.4.6

Representativeness heuristic	8.5.2.7, 8.6.4.9
Risico-avers	8.5.2.2
Rundschreiben	5.2.2
Saliency bias	8.5.2.6, 8.6.4.8
Standaardisatie	1.2, 2.3.2.3, 3.3.2.3, 4.3.2.3, 5.3.1.2.3, 5.3.2.2.3, 5.3.3.2.3, 5.3.4.2.3, 6.4.1, 7.2.3.3, 7.2.4, 9.2.3.1
Taalgebruik	7.2.4, 8.4
Jargon	7.2.2.2, 7.2.4, 8.4
Treating customer fairly principle (TCF Principle)	3.2.3
Vereenvoudigd Prospectus	2.2.2
Vergelijkbaarheid	1.6.2, 6.3.1, 6.8, 7.2.2.3, 9.2-9.5
Vermögensanlagegesetz	5.2.4
Verordnung über Informationspflichten bei Versicherungsverträgen (VVG-InfoV)	5.2.1
Versicherungsvertragsgesetz (VVG)	5.2.1
Vertrouwen	1.1, 2.2.3, 2.2.5, 5.2.2, 5.2.4, 6.3.1, 6.3.2, 8.2.2.3
Vicieuze beleidskader	9.2.1, 9.5, 9.5.2.1
Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV)	5.2.2
Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)	5.2.2
Wet financiële dienstverlening (Wft)	4.2.2, 4.2.3

OVER DE AUTEUR

Carien de Jager (1989) voltooide in 2013 de onderzoeksmaster Functionaliteit van het Recht (cum laude) evenals het Master Honoursprogramma aan de Rijksuniversiteit Groningen. Tijdens haar studie verbleef zij in Oxford (2011) en studeerde zij een periode aan de University of Boston (USA, 2012) waar zij cursussen volgde op het gebied van Psychologie en International Relations. Van 2013-2018 was zij als promovendus verbonden aan de vakgroep Privaatrecht en Notarieel Recht van de Rijksuniversiteit Groningen. Zij verbleef voor haar onderzoek bij het Max Planck Institute for Comparative and Private International Law (MPI) te Hamburg en de London School of Economics and Political Science (LSE). Ook nam zij deel aan Summerschools, waaronder een Summer School in Law and Economics (University of Chicago Law School, USA) en een Summer School on Bounded Rationality (Max Planck Institute on Human Development, Berlin). Aan de Rijksuniversiteit Groningen volgde zij velerlei cursussen op het gebied van psychologie (faculteit Gedrags- en Maatschappijwetenschappen), psycholinguïstiek (Faculteit der Letteren) en Behavioral Finance (Faculteit Economie en Bedrijfskunde). Sinds september 2018 is zij als universitair docent verbonden aan de vakgroep Privaatrecht en Notarieel Recht van de Rijksuniversiteit Groningen.